# 价值投资与常赢之道

（套装共10册）




中信出版集团
CITIC Press Group

VISIT...

LANZAROTE

Caliente.com

# 价值投资与常赢之道

（套装共10册）




中信出版集团
CITIC Press Group

# 价值投资与常赢之道（套装共10册）

李录 刘诚 等 著

中信出版集团

# 目录

文明、现代化、价值投资与中国

财富工具

预测：经济、周期与市场泡沫

百万富翁快车道

祖鲁法则

周期

生活中的投资学型

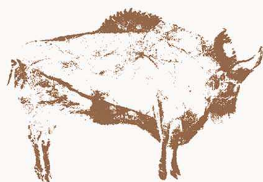
交易之路：如何构建属于自己的投资体系

投资最重要的事

钱：7步创造终身收入

版权页

# 文明、现代化、价值投资与中国



Civilization



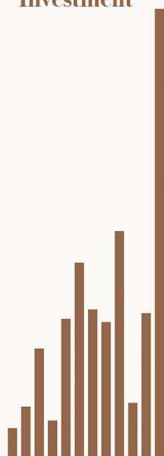
Modernization



Value Investment



CHINA



李录 著

中信出版集团

# 文明、现代化、价值投资与中国

李录 著

中信出版集团

# 目录


序一 芒格评李录 ——查理·芒格

序二 得道者多助 ——常劲

序三 师者，人生之大宝也 ——六六

自序 真知即是意义

上篇 文明、现代化与中国

老问题和新史学

文明的轨迹

人类文明的第一次飞跃

农业文明的诞生

农业文明的天花板及三次冲顶

农业文明中的思想革命与制度创新

美洲大陆的发现及其划时代影响

现代化的诞生

现代化有没有可能在中国诞生

现代化的传播与现代化的道路之争

现代化的本质和铁律

对中国未来几十年的预测 ——经济可能的演进

对中国未来几十年的预测 ——文化可能的演进

对中国未来几十年的预测 ——社会政治可能的演进

从文明史角度看当今中美关系及 科技文明时代的东西方关系

人类未来的共同命运

下篇 价值投资与理性思考
价值投资与中国
价值投资在中国的展望 ——2015年10月在北京大学光华管理学院的演讲
价值投资的知行合一 ——2019年11月在北京大学光华管理学院的演讲
价值投资的常识与方法 ——2006年在哥伦比亚大学商学院的讲座
投资是一个发现自己的过程 ——2013年3月哥伦比亚大学商学院Graham&Doddsville杂志采访精编
投资、投机与股市 ——2018年3月在哈佛商学院投资会议上的主旨演讲
从外国投资人角度 看中国经济的未来 ——2019年1月在国际投资人会议上的主旨演讲
阅读、思考与感悟
书中自有黄金屋 ——《穷查理宝典：查理·芒格的智慧箴言录》中文版序
附：台湾版《穷查理的普通常识》序言
获取智慧是人类的道德责任 ——2017年年度书评及感悟
中国经济未来可期 ——2019年年度书评及感悟
见证TED17年 ——写在TED30岁之际
人性与金融危机 ——2016年新年感言
思索我们的时代
五十述怀
后记
附录 推荐阅读书单

# 序一

# 芒格评李录[1]

## ——查理·芒格

为什么李录如此成功？我觉得部分原因在于，他可以说是中国的沃伦·巴菲特。这点帮助很大。另一部分原因是他在中国市场“捕鱼”，而不是在竞争激烈的美国市场——这里已经被过度捕捞，渔民太多了。中国市场上还存在一些无知和惰性认知的盲点，因此为他创造了不寻常的机会。捕鱼的第一条规则：“去有鱼的地方捕鱼。”捕鱼的第二条规则：“千万别忘了第一条规则。”李录恰好去了鱼很多的地方捕鱼。我们其他人就像那些鳕鱼渔民一样，试图去已经被过度捕捞的地方寻找鳕鱼。当竞争太激烈时，你再努力工作也无济于事。

问：您在李录身上看到了什么和其他中国投资人不同的地方？从他的传记来看，他更像是个局外人。他和托德·康姆斯、特德·韦施勒（Todd Combs和Ted Weschler是伯克希尔·哈撒韦公司的投资官）有哪些相似和不同之处？去年您和李录一起接受中国媒体采访的原因是什么？

我接受采访是因为李录叫上了我。有时候我会做这样的事，在这方面我有些“愚蠢”。采访中我只是如实回答了那些问题，说出自己真实的想法。答案就是李录不是常人，他是中国的沃伦·巴菲特。他非常有天分。当然，我也喜欢批评他，但这是我们之间相处的乐趣所在。我今年已经95岁了。95年里，我把芒格家族的财产交给外人管理仅此一例。结果如何呢？不用猜也知道，这就是李录，他已经本垒打直接得分了。这太了不起了，也是极其罕见的。从此以后，有了李录的先例，我还会挑选别人吗？顺便说一句，这是一种很好的决策方式，我们在工作中也是如此。如果我们找到一样东西，能让我们大有所为，那我们对那些比不上它的东西就不必再看了。这样可以大大简化生活，因为比李录更出色的人寥寥无几。所以我只需要静坐着等待。花些时间安静地坐着等待——这看似无为的做法却充满了智慧。相比之下，很多人都太过于活跃了。

问：很多人都会问您如何决定要做什么投资或交易，您的答案是这是一个比较快的过程。我的问题是，您如何判断一位基金经理或一家公司的管理层是否具有优秀的人格和诚信？您需要多长时间能做出判断？您会在他们身上寻找哪些特质？

现在我找到了李录，我不会再去找别人了。所以你向我提这个问题是找错人了。找到比李录更出色的人的概率有多少呢？所以对我来说，做这个决定非常容易。回到你的问题——你需要的是李录，但我不知道去哪里再给你找一个。

---

[1] 节选自查理·芒格在2019年报业公司（Daily Journal）年度股东大会上的演讲。

# 序二
# 得道者多助
## ——常劲

我与李录君30年前相识于北京。彼时我在北京大学读大三，而他是南京大学四年级的学生。大约一年后，我们又在美国旧金山见面。那时他是耀眼的明星，被哥伦比亚大学的本科学院录取，名字常出现于中、英文各大媒体。而我刚到美国不久，住在加州大学伯克利分校附近的穷人区，正在为生计苦苦挣扎，对前途一片茫然。在当地一个大型活动中，他是台上的演讲者，我是台下芸芸听众之一，他竟然在人群中一眼认出我，走过来热情地与我拥抱，让我感动不已。从此，我们成为好友。

1994年我被哥伦比亚大学商学院MBA项目录取，机缘巧合竟然成为李录君的同班同学，一起在哥大度过了两年的学习时光，一起毕业。毕业时，李录君同时取得三个学位——哥伦比亚学院的经济学本科学位、商学院的工商管理硕士学位以及法学院的法律博士学位，是哥大历史上第一位同时获得三个学位的学生，并作为学生代表在哥大1996年的毕业典礼上发言。

毕业后他成为一名投资人，一年后就创办了喜马拉雅资本管理公司并成立了自己的投资基金；而我则加入了波士顿的一家管理咨询公司，1999年在互联网的大潮中离职创业，失败后加入了一家初创的网络媒体公司。2006年，当我决定要离开这家公司时，李录君邀请我加入喜马拉雅资本，从此成为他的工作伙伴，一眨眼到今天已13年了。实际上，从离开商学院到加入喜马拉雅这段时间，我们的职业轨迹也一直有交集。他是我最早的天使投资人，又是我后来加入的创业公司的主要股东。离开学校进入商界后，我的人生道路和他紧密相关，一直得到他的帮助。

我常说他是我人生中的“三老”，别人听了总以为我在开玩笑。年轻时说他“老”的确有些开玩笑的意思，但他真的也是少年老成。现在我说的“三老”却是认真的，是老友、老板和老师。

说李录君是我的老师，并没有恭维的意思。李录君热爱读书，知识渊博。他想问题特别深，问起问题来就像针锥一样尖锐，任何想法和说法如果有漏洞，到了他这里都无法蒙混过关，都会被赤裸裸地暴露出来。而且他说话特别直率，不讲人情，不管你是至亲好友，还是专家权威，都一针见

血，直接扎在你的痛处，所以也常常惹人反感。

开始与他接触的时候，这一点让我很不舒服，觉得他太“圪”，太锋芒毕露、不留情面。后来慢慢了解他的个性如此，对个人并没有任何成见，只是看到有问题的地方，就会忍不住要讲出来。和他在一起交流，只要放开胸怀，畅所欲言，即便大家争论得面红耳赤，争论完就过去了，他绝不会放在心上。

而且我慢慢发现，往往最后证明他总是看得更全面，他的观点最经得起时间的考验。特别是在和他一起工作后，由于我们工作的性质更由不得半点不懂装懂的空间，于是我的想法和工作有了更多被他批评的机会。从开始的抗拒，到反思和适应，慢慢到敞开心胸向他学习，渐渐懂得他的这种“对知识的诚实”不仅是一种学习态度，而且是一种价值观，驱动着他在投资上不断精进，在思想上探索求真。今天回头来看，他教我的不仅是价值投资的真谛、学习和研究的真谛，而且是做人的真谛。

感谢李录君这么多年对我的耐心，把他所学所悟毫无保留地传授于我。如果在我的事业上、在我的思想上有任何稍稍优于常人的地方，那一定能归功于李录君的教诲，所以我称李录君为老师绝不为过。

当李录君请我给他这本文集写序时，我的内心其实很矛盾。能为李录君的文集写序，自然是我人生的一大荣耀。以李录君在事业和思想上的成就而言，他是我们这一代人中凤毛麟角的人物，尤其在事业和思想上同时达到如此高度，在我了解的世界里绝无仅有。

***

因为人生中有很多共同的经历，李录君和我有很多共同的兴趣和话题，其中之一是中国，特别是关于中国过去为什么落后、如何实现现代化的问题。这个问题其实也困扰了我几十年，一直没有找到很好的答案，更谈不上自己形成一套系统的理论体系。对这样的大问题，我和很多喜欢思考的朋友一样，想一想或者时有见地也就放下了，不再深究，再多思考，就会发现自己并没有想得很清楚。

可幸的是，李录君在这方面的思考比我深入得多，而且乐于与我分享，让我受益极大。回顾我和他过去十几年的交谈和讨论，我觉得他是从2008年、2009年这两年，对这个问题的认识开始产生质的飞跃。而这两年恰恰是他在事业和生活上都面临巨大困惑和挑战的时候，那时我们经常在帕萨迪纳市政府的花园里散步、聊天、谈心，当然主要是我听他讲。关于中国的话题自然也谈得最多，从历史谈到现代，从文化谈到经济。他的阅读量巨大，知识面极广，大量的信息都是我过去闻所未闻的。

2009年4月，李录君有了把*Poor Charlie's Almanack*（《穷查理宝典》）翻译成中文出版的想法。《穷查理宝典》是海外价值投资界《圣经》式的经典之一，它囊括了查理·芒格先生毕生的思想精华和重要演讲，内容既有关于投资的，又有关于学习和思考的，还有关于人生的，翻译和出版工作需要一个专业团队来完成。李录君的好友、知名作家六六特别支持这个想法，专门把出版人施宏俊先生介绍给我们。

施宏俊君在国内出版界是响当当的人物，在发现优秀作品上眼光独到。我们相约7月在香港见面，商谈《穷查理宝典》的翻译和出版事宜。在香港，因为有好学好问的六六在，李录君特别健谈，从《穷查理宝典》谈到他自己对投资、人生、中国和世界的认识。因为芒格先生本身就是一个百科全书式的人物，而好学的六六君对天下所有的事都好奇，无所不问，李录君竟然也无所不答，涵盖了金融、商业、经济、科学、技术、人文、历史、哲学，不管是东方的还是西方的，对任何问题的回答都胸有成竹、信手拈来，既引经据典，又有自己的独特见解，尤其是他对中国历史认识之深刻，已自成一体！

2009年7月中旬至2010年3月底这段时间，我们集中精力翻译、校对和修改《穷查理宝典》中文版。施宏俊君找到李继宏先生做翻译，李继宏的译稿发给我们后，先由我做第一轮的校对，由六六君再次校对和文字润色，最后由李录君终审把关，然后才发回给出版社编辑，力求翻译后的文字符合原文的意思，并尽可能真实反映原作者的行文风格。

读过《穷查理宝典》的人都知道，芒格先生一生研究的兴趣范围不仅限于投资、金融和商业，还囊括了硬科学和软科学的各个专业领域。书中有大量的专业术语、历史人物的故事和语录，还有很多风趣的比喻以及芒格先生特有的语言风格，特别是芒格先生善用反向思维和冷幽默，加上东西文化在思维范式上有很多细小的差异，如果对芒格先生的思想没有深刻的认识，翻译中自然会有大量的错误。故而即便有李继宏、六六和我三人前期的工作，李录君依然需要花大量的时间做修改和校正。事实上如果没有李录君把关，《穷查理宝典》中文版的翻译质量不可能达到今天的水平。在此期间，李录君还写了《穷查理宝典》中文版的序言——“书中自有黄金屋”。该文发表后成为长期在网上热传的一篇佳作，我个人以为这正是他本人思想成果发生井喷的起点。

2010年5月5日，李录君在家中举办了一个私人聚会庆祝《穷查理宝典》中文版的出版，邀请了南加州各界朋友参加，并在邀请信中附上了他给《穷查理宝典》写的中文序言。聚会结束后，有几位朋友留下来，听李录讲人类的进化和中国问题。这是我第一次听到他用进化论的原理解释文化

的形成。我印象特别深的是李录君和时任南加州大学建筑学院院长的马清运君讨论的一个有关建筑设计方面的问题，李录君用地理在人类进化中的影响很有说服力地解释了建筑设计中使用树木和草坪的原因。

此后近两年的时间，当我们在帕萨迪纳市政府的花园里散步和聊天时，他讲的最多的是如何用进化的观点看待各种问题，包括投资中国的问题。他给我详细讲过加州大学洛杉矶分校教授贾雷德·戴蒙德（Jared M. Diamond）的《枪炮、病菌与钢铁》（*Guns, Germs, and Steel*）、斯坦福大学教授伊恩·莫里斯（Ian Morris）的《西方将主宰多久》（*Why the West Rules — for Now*）、英国科普作家马特·里德利（Matt Ridley）的《理性乐观派：一部人类经济进步史》（*The Rational Optimist: How Prosperity Evolves*）以及生物学家及人类学家爱德华·威尔逊（E. O. Wilson）的《社会性征服地球》（*The Social Conquest of Earth*）这四本书对他的影响，以及他自己在研究中国问题时的一些重大发现，特别是在为什么现代化没有在中国发生，以及中国未来如何发展这些问题上，他已然形成了一套独特和完整的理论体系。

最开始，我的质疑比较多，后来更多的是赞同，最后彻底信服。我鼓励他把这些想法写成一本书，与更多人分享他的思想。起初他十分犹豫，后来在几个不同的朋友聚会的场合，他和在场的朋友们分享了他对人类文明史和现代化的最新理解，令大家耳目一新。2012年8月的一天，我拿着录音笔，请他把关于人类文明史和现代化的理论从头到尾讲一遍，我找人整理成文字，正式开始了《李录谈现代化》的文字记录整理工作。

此后近8个月的时间，由李录君口述，我和喜马拉雅的同事做文字整理，整理好的文字再经过李录君亲自修改和校正。2013年4月初，我们终于完成了《李录谈现代化》的第一个版本，恰好是他47岁生日当天。

完成后我们把这篇近5万字的长文发给朋友们相互传阅，获得大家的热烈反响，国内竟然还有朋友把文章印成了一本小册子，作为礼物送给自己的朋友。虎嗅网的创办人李岷读到这篇长文后联系李录君，希望在虎嗅网首发。经过李录君再次修改和编辑，2014年5月正式以《李录谈现代化》系列专题的形式在虎嗅网发表，分成16篇，每周发1篇，同时也在李录君个人的微博发表。系列文章发表后，每一篇都在网上热传并引发了热烈的讨论，成为当年虎嗅网最热门的系列文章。

***

本书的上篇“文明、现代化与中国”收录了《李录谈现代化》系列的16篇文章。《李录谈现代化》应用新史学的科学方法论和研究成果，结合李录君个人30多年积累的思考、解读和论证，对人类文明的发展，尤其是现代化

的诞生和发展提出很多具有原创性的观点和理论，并在此基础上提出了他对中国未来，中国现代化对西方的影响，以及人类未来共同命运的一些探索和预测。在他思考和写作的过程中，我有幸成为他的第一个读者，并直接同他进行深度交流和脑力激荡，我对他的思想体系有了比较深入的认识和理解，也通过微博和微信，与朋友们分享过自己对《李录谈现代化》系列文章的一些零碎的感受和体会。我也注意到，因为李录君用浓缩精炼的文字和突破传统思维定式的全新思想框架，来重新解析人类从走出非洲开始横跨数万年的文明史，并探讨有关人类文明和中国社会发展的许多重大历史话题，一些读者产生无所适从的感觉。因其中引用的大量史料和涵盖的知识领域远超我的知识范围，我在阅读时，也有相当吃力的感觉，不得不临时恶补很多关键知识。

为帮助各位读者更好地理解李录君关于人类文明进程和现代化理论体系的阐述，我整理了过去在网上发表过的那些零碎的读后感，添加了个人与作者在交谈过程中所获得的一些新的认识和体会。以我之见，李录君对人类文明史和中国历史的全新理解和认识，代表了我们60后这一代人对世界及中国的过去和未来最深刻的思想探索，尤其是李录君对现代化本质和铁律的认识和理解，是一次思想上的飞跃，将具有划时代的意义！理解了现代化的本质和铁律，就能理解为什么全球化的趋势势不可挡，也就能理解为什么未来几十年中国将持续发展成为真正的世界大国。

首先，李录君在研究历史现象的方法论上突破了“大历史”学者的宏观分析法。李录君采用了伊恩·莫里斯教授创建的社会发展指数，用量化的方式来观察和研究历史，同时采用了在历史、考古、地理、气候、天文、生物、遗传、经济、社会等多个社会和自然科学领域的最新研究发现，用科学理性的思维方法来深入探讨历史现象的本质和发展规律，从而对人类文明发展过程中的历史事件做出合理、可靠的解释，并对未来可能出现的事件做出合理、可靠的预测。莫里斯的社会发展指数是用关于人类摄取能量、社会组织、信息技术和战争动员四个方面能力的具体参数总和而成的，这些参数可以用科学的办法从人类历史的不同阶段提取出来做成图表，从而让我们看见人类文明发展的轨迹，尤其是东、西两个文明中心发展的轨迹和比较。[1]

李录君认为人类进化具有双重性——生物进化和文化进化。达尔文的进化论阐述了生物进化的历程。但人类进化和生物进化还有不同之处，是生物进化和文化进化的双重结果。文化进化，是人类通过文字、信仰、艺术等形式、通过一代代人学习和知识的累积进行的，其继承和发展的速度远远快于生物遗传，因此拉开了人与其他物种之间的距离，而人和动物之间的距离就是本书中定义的文明。

在莫里斯人类社会发展指数的基础上，李录君提出把人类文明分为三个阶

段，1.0采集狩猎文明、2.0农业畜牧业文明、3.0科技文明。这种分法与传统我们所熟知的用社会发展形态或制度演进的分法不太一样，它与文化和社会制度没有直接联系，完全根据莫里斯指数曲线增长的不同阶段来区分的，体现的是莫里斯指数曲线增长的情况。从莫里斯指数来看，人类文明在大约7万年前发生了一次巨大的飞跃，人类走出非洲并在之后的几万年遍布全球。在此过程中，人类祖先表现出其他动物完全不具备的智慧、想象力、创造力和进取心，虽然生活方式上并没有比在非洲时发生巨大变化，依旧是采集狩猎的原始状态，但人口数量迅速增长并覆盖全球，濒临灭绝的机会大大降低，为下一次文明的飞跃奠定了基础。

李录君认为，公元前9600年左右农业文明的诞生是地球气候变暖给人类带来的礼物。在这一点上，李录君采用了贾雷德·戴蒙德的研究成果，认为农业文明中心最早出现在所谓幸运维度带上，西方在西南亚的侧翼丘陵地带（Hilly Flanks），中国在2000年之后出现在黄河长江流域，而美洲和澳大利亚因为地理隔绝基本上没有农业，东西两大文明中心从农业文明的诞生开始就逐步形成了。李录君认为，东西方农业文明经过三次冲顶的尝试，到公元1776年，亚当·斯密（Adam Smith）在英国出版《国富论》、美国的国父们发表《独立宣言》以及瓦特在伯明翰宣布制造世界上第一台蒸汽机这三件事，标志着人类文明跃升到3.0阶段。在这里李录君没有把3.0文明按惯常说法称为工业文明，而是把它命名为科技文明，这并不是为了标新立异，而是蕴有深意的——它体现了李录君对现代化这个概念的深刻理解。

为了阐述人类文明从1.0到3.0的演进过程和机制，李录君从第三讲开始到第十讲，一共用了八个篇幅回顾历史，从7万年前人类文明的起源到19世纪现代化的传播以及20世纪现代化的道路之争，讨论涉及和囊括了地球的气候变迁、人类祖先智慧人猿的出现、人与动物在生理和智能上的根本区别、农业文明的天花板、为什么现代科学革命出现在欧洲、现代化是如何诞生的、为什么现代化没有在中国诞生等重大问题。

第十一讲——“现代化的本质和铁律”是李录君谈现代化十六讲系列文章中最深刻、最具原创思想的一篇。“现代化”（Modernization）在东西方都曾是一个比较泛滥的概念，无数学者和哲人都对何为现代化有过深刻的思考、研究和论述。现在比较被广泛接受的认识是，现代化是传统农业社会向工业社会转化的一个过程。围绕着这个概念而提出种种问题，例如现代化这个转化的核心动力是什么？是单向的还是双向的？是单一的还是有其他选择的？是主动的还是被动的？是建设性的还是破坏性的？等等，至今尚有争议。近几十年在西方社会，因为绿色环保思想的传播和普及，更出现反现代化的潮流，追求回归传统，回归原始，回归农业时代无现代科技的生活方式。究其原因，人们对现代化的认识仍然停留在工业化的层面

上，尚未洞悉现代化的本质。

在上篇第二讲——“文明的轨迹”一文中，李录君应用伊恩·莫里斯关于人类社会发展指数的研究成果来探讨人类文明的发展过程。从莫里斯的东西方社会发展指数图表上可以看到，公元1800年以后，西方率先进入了一个飞速发展期，东方从20世纪起也开始起飞，东西方社会都呈现出火箭式的发展，社会发展指数出现持续复合增长的状态。他把这段时期人类的文明称为3.0文明，并称之为科技文明。

为什么李录君把1800年以后的人类文明3.0称为科技文明而非我们惯常理解的工业文明？

在上篇第八讲——“现代化的诞生”一文中，他敏锐地观察到，1776年亚当·斯密的《国富论》的出版、美国《独立宣言》的发表和瓦特蒸汽机的发明这三件互不相干的事件在同一年里发生，成为人类文明史上的分水岭，此后人类社会的现代化进程一发而不可收，从英国开始向全球蔓延。这三件事分别代表了自由市场经济、宪政民主制下的有限政府以及现代科学技术。纵观从工业革命开始持续至今全球最成功、最发达的国家都具备这三个关键的要素。

他把现代科技和自由市场的结合称为人类历史上最伟大的制度创新。他指出，人类就本性而言情感上追求结果平等，理性上追求机会平等；对结果平等的追求使得人类文明的任何进步都会最终传播到地球的每一个角落；建立了提供机会平等制度的社会都会繁荣进步、长治久安。而自由市场经济给每个人提供了真正的平等机会，让所有人都有可能实现自己的才华，获得自己应得的经济果实。他称这种体制为“经济贤能制”。在这样的体制中，现代科技和自由市场经济的结合使得科学技术能迅速转化为新的生产力，使抽象的想法迅速转化为产品，并被迅速地用最低成本的手段生产出来，投入市场提供给每个消费者，通过自由市场的机制创造出财富。而宪政民主制下的有限政府则为公民个人的权利、自由和私人财产提供了保护，为科技创新提供了必要的自由空间，为自由市场经济按规则运行提供了基本保障，让社会财富在机会平等的原则下通过公平竞争的自由市场机制进行分配。所以在李录君看来，现代科技与自由市场经济无缝结合才是3.0文明最核心、最本质、最成功的社会形态。

在此基础上李录君非常有创见地指出：“现代化的本质就是现代科技与自由市场经济的结合，使得人类经济进入到一个可持续的复合增长的状态。而进入到这种状态的社会和国家就是现代化的社会和国家。”

为什么现代科技与自由市场经济的结合能使人类经济进入到一个可持续的复合增长的状态？李录君应用了古典经济学大师、英国政治经济学家大卫·

李嘉图（David Ricardo）的比较优势来做解释：两个具有不同能力的个人，如果他们各自专注于自己的特长，他们创造出来的价值在互相交换后合起来反而更多。这可以用$1+1>2$的数学公式来表示，如果交换的人越多，市场越大，创造出的增量就越多。李录君更进一步指出，这说明自由市场本身就是个规模经济。

“自由市场经济能创造更多社会财富”这个结论，在今天早已不是什么了不起的创见，现代经济学的鼻祖亚当·斯密早已经在他的《国富论》中系统地解开了社会分工加自由交换能创造更多社会财富的秘密。而大卫·李嘉图在其《政治经济学及赋税原理》（*On the Principles of Political Economy and Taxation*）一书中更在亚当·斯密的基础上发展出比较优势的理论，用于解释国家间自由贸易能创造出更多社会财富并使双方互惠的原因。但$1+1>2$不能完全解释现代经济长期呈复合增长的现象。因为当所有的人都参与到自由交换的市场中、社会分工极大化时，社会财富的增长达到极限。李录君在此问题上有所突破，他指出了人的知识积累对社会分工和交换所产生增量的放大作用。他用$1+1>4$的数学公式来表述：“不同的思想交换的时候，交换双方不仅保留了自己的思想，获得了对方的思想，而且在交流中还碰撞火花，创造出全新的思想。正是因为人的知识积累的这种特性，使得现代科学技术不断进步和创新，当现代科技与自由市场结合时，效率的增加、财富的增量以及规模效应都成倍放大，这和人的无限需求完美结合在一起，形成了不断复合增长的现代经济。”

英国科普作家马特·里德利在他的《理性乐观派：一部人类经济进步史》一书中提出思想的交换导致创新的论断，他用“思想之间互相做爱”（Ideas having sex with each other）的著名比喻来表述。李录君把里德利的想法上升到了理论的高度，他用$1+1>4$的公式简单明了地表述了人类知识指数增长的原因，并用以解释为什么在现代科技和自由市场经济相结合的情况下，现代经济会出现持续指数增长的特性。

李录君最有创见的地方是他认识到自由市场经济本身所具有的规模效应以及现代科技对这种规模效应放大作用，并由此推断出3.0文明的铁律。他在文章中指出，一个自由竞争的市场就是一个不断自我进化、自我进步、自我完善的机制，现代科技的介入使得这一过程异常迅猛。这样在相互竞争的不同市场之间，最大的市场最终会成为唯一的市场，任何人、社会、企业、国家，离开这个最大的市场之后就会不断落后，并最终被迫加入。他更进一步指出，全球化正是3.0文明铁律的必然结果。全球化以后，商品、服务、科技、金融市场，在全世界范围内进一步整合、拓展、加深，让离开这个市场的代价越来越大。

著名记者托马斯·弗里德曼（Thomas L. Friedman）在《世界是平的：一部二十一世纪简史》（*The World Is Flat: A Brief History of the Twenty-first*

*Centur*）一书中描述了全球化浪潮在全世界范围内的迅猛发展，并试图探讨全球化现象的深层原因，但他提出的问题比解决的问题更多。当然，作者本意可能并非要解决为什么会发生全球化的问题。李录君提出的3.0文明铁律解决了我读完该书后一个长期的思想困扰，为全球化的根本原因提供了一个合理的解释。

在上篇十二讲到十六讲这五篇章节中，李录君应用他对人类文明进程和现代化的理论体系，以及对中国文化和东西文化差异的深刻理解，对中国未来几十年的经济、文化和政治发展做了预测，讨论了中国现代化的历程和前景，3.0文明时代的中西方关系，以及人类未来的共同命运。

在对中国文化的讨论中，他提出了在中国传统文化五伦的基础上，加入"第六伦"来定义陌生人之间的关系，并用诚实作为"第六伦"的道德准则。在对中美关系的讨论里，他认为，地理位置在东西方文明发展过程中，对文化差异的形成产生了重要的作用。地理位置的独特性，让中国出现了大的帝国，最早发明了"政治贤能制"。而同样因为地理位置，西方最早发明了"经济贤能制"，并且最早进入了现代科技文明。西方与中国因为地理位置上的不同，形成了各自独特的文化和文明传统，也带来了对彼此相互解读时一些天然的偏见。理解这些，对理解中国和西方在现代化进程上的异同极其重要。长期以来，我本人在中国如何现代化的思考上有一些困惑。李录君总结提出的"政治贤能制"和"经济贤能制"令我豁然开朗，对中西方现代化进程上的异同有了更加深刻的认识。

对中国现代化的历程和前景，李录君认为，中国在过去100多年里走了很多弯路，只有当中国真正地达到市场经济与科学技术的结合，并在国内外较为和平的大环境下，现代化在中国才开始大规模地发生。根据他的理论框架，他预测在同样的条件下，中国未来几十年里，现代化会进一步发展。与2.0文明时代不同，在3.0文明时代，世界的统治秩序已从占领土地过渡到主要以世界市场主导权为手段的时代。因为3.0文明的铁律，最大的市场终将会成为唯一的市场。认清这个时代的特点，对中国在现今世界秩序中的选择尤为重要。

我认为，李录君所提出对现代化本质的认识以及关于3.0文明铁律的论述，不仅能从理论上为我这样的普通读者解开关于现代化的种种迷思，也能为社会、政治、经济、文化等人类文明发展相关的各个领域的学者提供有益的参考。李录君的3.0文明铁律一旦能被广泛地论证和接受，将对人们对于现代文明的重新认识和理解，以及对未来人类文明进程的展望发生根本性的影响。

本书的下篇"价值投资与理性思考"分两个部分，其中"价值投资与中国"部分收录了李录君有关价值投资的文章和演讲，其中最重要的三篇是他对价

值投资的内涵及价值投资在中国的实践的思考和论证，这部分文字记录了李录君对价值投资的基本思想、价值投资和现代经济的关系，以及价值投资在中国的可行性等方面的思考、理解和认识以及他在投资生涯中的人生经历和感悟。

在价值投资的思想大厦中，李录君贡献了他的理解、认识和实践经验。他对价值投资之合理性的论证为价值投资的理论打下了新的基石；他将自己对人类文明进程和现代化的独特解释和理论与中国的文化、历史特点相结合，应用于价值投资的实践，在这座宏伟的思想大厦里构筑了一道独一无二的风景。

第二部分“阅读、思考与感悟”主要收集了李录君的一篇书评和四篇感悟，谈到人性及金融危机、金融监管、能力圈及对知识的诚实，以及分享他对芒格思想的理解，对未来科技、时代和人生的感悟。

和芒格先生一样，李录君对人性也有很深的理解。他数次与死亡擦边而过，这种人生经历让他对人性的理解更为深刻。从小深藏于基因的特立独行和桀骜不驯让李录君年轻时与现实中的一切现状、偏见和权威格格不入，也因此常陷于他人的压制和诽言，这些都使得他对人的本性和行为产生巨大的好奇，在我看来有时甚至到了一种“钻牛角尖”的地步。稀疏平常的事，他也要问个究竟，而且总能发现更深刻的原因，这让我不得不佩服他的洞察力。比如说，他提出市场的存在是对人性的考验和惩罚的观点，这是我怎么都想不到的。

价值投资是一个说的人多但真正实践的人很少的小众领域。李录君在这个领域又是寥寥几个真正对价值投资具有深刻理解和洞见，并且在实践中表现出色的投资人之一。因为谦逊低调，李录君在公众媒体中很少露面，故他在职业上的成就常常被人们忽略。事实上以他的20多年的投资业绩和个人管理的资金规模来看，他是全球投资界最顶尖的投资人之一。他在投资上的成就不仅得益于芒格、巴菲特、格雷厄姆等大师的教诲，得益于大量的阅读、学习和思考，更得益于他本人的修养和品格。

因为工作的关系，我很幸运地从李录君那里学到了很多价值投资的理论和思想，在研究的过程中得到他的指点和打磨，在工作中得到他的信任和督促。我从一个价值投资的门外汉成长为一名专业人士，甚至代表他站在最高学府的讲台上，享受学生们叫一声“老师”的满足感。但知识和技能并不是我从李录君那里获得的最宝贵的收获，他的价值观、人生态度和思维方式才是我最珍视的。在对“受托人的责任”（Fiduciary Duty）的理解上，我没有见过比李录君更认真、严肃的人，对他而言，受托人的责任是我们投资事业的生命线，是我们做人的道德底线，无论有任何借口都不能逾越。我们工作中的每一件事情都要以此为出发点，受托人的责任构成了喜

马拉雅资本公司核心价值观和文化的基石。

李录君还有另外一个品格，对知识的诚实（Intellectual Honesty），不仅是他常常讲到的，而且在他身上体现的标准之高也是我一生极少见的。学习和思维的惰性是我们人性的一部分，我们常常因为自己知道了什么，就不再去想自己不知道什么，对不知道的东西往往装出知道的样子，更不会去测试自己知道的东西有什么不对的地方。这也是我们在研究工作中很难深入下去的一个重要的障碍。而李录君对于知识诚实的要求，用常人的标准来看，是非常苛刻的，他绝不允许不懂装懂，对于不懂装懂甚至有一种天然的本能的反感。我因为过去的职业经验和自己思维习惯上的缺陷，常常会想当然，不懂装懂，每次都被他一针见血地指出。开始我以为他是故意找茬，后来慢慢对自己的缺陷和盲点有了比较客观和深入的认识，对知识诚实有了更深的理解，在他的帮助下，也逐渐建立起良好的思维习惯，更深刻体会到知识诚实在我们学习、工作和生活中的重要性。

我过去一直在想，虽然在投资界具有他这样的思想力和洞察力的人不多，但比他聪明和条件好的人却不计其数，为什么他能脱颖而出，达到如此成功的境界，能在市场对人性的残酷考验中屡战不败？后来我逐渐明白了这是术与道的区别。大部分人学到的是术，而求道的人凤毛麟角。李录君便是得道之人，因为得道，所以他能获得多助。在市场波动的惊涛骇浪里，不仅要艺高，还要有一批真正信任和支持你的投资人。他们长期信任你，不仅仅是因为你的业绩好，你的做法有说服力，更重要的是你的职业信用没有瑕疵，你所做的一切和投资人的利益是完全一致的。在李录君的职业生涯里，最早一批投资人大部分今天还是他的投资人，过去21年里，没有取出过一分钱。这种信任，我只在巴菲特和芒格的故事里听说过，这正是芒格先生所讲的“一张你值得被人信赖的无缝网络”（a seamless web of deserved trust）。

做一件事，坚持一段时间不难，坚持20多年始终如一对常人来讲几乎不可能。李录君之所以能做到，是他把价值投资的职业要求和他的人生价值观、世界观和理想追求完美地结合在一起了，达到了道的境界，正如巴菲特和芒格先生。

记得我刚加入喜马拉雅资本的时候，李录君给我推荐了几本书，其中一本是本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin）的自传，后来又给我推荐了沃尔特·艾萨克森（Walter Isaacson）写的《富兰克林传》（*Benjamin Franklin: An American Life*）。读到《穷查理宝典》，我才知道芒格先生也以本杰明·富兰克林为人生楷模。富兰克林是一位大百科全书式的人物，因为对真知的追求，他的人生充满了智慧和创造性思想，为后人树立了一个至高的灯塔。与富兰克林和芒格先生一样，李录君也把对真知的追求作为终身的爱好和事业。他的文章、演讲和感悟中充满了令我激动和鼓舞的

思想。相信各位读者在阅读这本书时，一定能获得和阅读《穷查理宝典》一样的人生智慧。

2019年4月于美国西雅图市

---

[1] 对该社会指数如何定义计算及提取数据感兴趣的读者可参阅伊恩·莫里斯所著《文明的度量》（*The Measure of Civilization*）一书。

# 序三

# 师者，人生之大宝也

## ——六六

李录是开启我人生之门的老师。

在认识李录之前，我从不知道自己还有一个能力叫擅长学习。我从小不以“成绩好”为特长，几乎每次大考都折戟。我也没从获得“知识”这件事里得到过什么乐趣——直到老天把李录派给我做我的老师。

首先，他不遗余力地赞美我，让我的骄傲像玫瑰一样绽放。他说，我会是本世纪最伟大的女作家之一。而他说那句话的时候，我只写过《王贵与安娜》一部网络小说而已。我以为这是网络常见的吹捧，直到20年后我才意识到，他不轻易说话，他说的每句话，都在成真的路上（我热切期盼着本世纪快点结束而我还健康活着）。

李录是最好的老师。他让我知道世界之缤纷多彩，宇宙之浩瀚深远，和善知识是多么有趣的东西，学习是为了知识本身，不是为了应付考试，而是发自内心对真理的追求。因为他的指引和鼓励，我25岁以后的人生开了外挂，读了很多经典，还拿了两个不相关的硕士文凭，不为考证升职，纯粹是喜欢和好奇。

李录作为老师的好在于你可以随时发问，上天入地古今中外，他比百度好用多了，还不加塞广告。一些被热捧的迷障他一眼洞穿，一些纯理科的理论，他浅显地就解释明白，一些绕得我糊涂的合同，他看一眼就告诉我：“骗子。”

我因迷他的理性尖锐，进而迷上他这个人。

他不是第一眼好友，他往那一站就是拒人千里之外的样子——凭本事吃饭的人不需要广结良缘；他也不是一个多话的人，基本上他要决定开口讲话，满场的似是而非都会黯然退却——极少有人能够当面反驳他，不是碍于面子，而是他所说的话句句是真，真金不怕火炼。

他20年前跟我说过的预言，今天大部分都已实现；他现在出的书，再过20年，大多数人才能真正理解。

我不用明白，我是盲从。我的另一位老师吕世浩说，人这辈子最重要的一件事是什么？学历？工作？预测未来？都不是，是跟对人！这句话，我肯定是听进去了。

想赖上李录，不容易。因为李录的老师查理·芒格说过一句名言：“你要想找到好太太，首先你自己得优秀，你想啊，好女孩也不傻，她凭什么选你呀！”所以，为成为李录的学生和朋友，我一路走来，跟得很辛苦，时时自省，事事躬亲。先让他给我在远方画个大饼，然后按照他指的方向一步一步前进，走得坚实，且不失眠。既不会因资本疯狂追赶而轻飘，也不会因泡沫破裂而仓惶潜逃。我至今还在往“本世纪最伟大的女作家”那个饼上靠拢——被老师引导着发上等愿，哪怕成不了上等人，至少也是中流砥柱。

李录不仅是最好的老师，还是最好的亲人。他说他不能有太多凡情，一旦挂碍，就不得不停下脚步去解决麻烦。一个在哲学科学和真理里遨游的人，因为老婆孩子和亲友的要求就会忽然被打回尘世。我观察过他，上一秒还在跟我讨论癌症的机理，下一秒被叫一声“爸爸”，马上回到父亲的角色，帮孩子系好鞋带或者回答他们古怪刁钻的问题。这种对比经常让我忍俊不禁。他对亲人的关爱是发自骨血的。有一年他邀请家人参加巴菲特年会，当天到场的有很多名流政要，甚至他非常重要的客户和生意伙伴也在现场。我以为他会去应酬，没成想他只过去打了个招呼，就回到家人晚餐桌边，听我们说各家侄儿孙女的家长里短，全程兴高采烈地听我们聊天。我其实好奇，像他这样喜欢深思长考的人，有多少兴趣听这些与文史哲科不相干的话题，他和他的老师查理·芒格一样，其实不爱听这些闲谈寒暄，但很享受与家人相处的美好时光。

老李儿时的经历非常人所能想。特殊的历史时期和政治环境，让他出生不久后就离开父母，在不同的寄养家庭长大，长托的幼儿园逼他从小就要与孤独和恐惧作战。我曾经笑话过他连蟑螂和肉皮都害怕，但内心里却懂得儿时的创伤会像小树上的刻字一样，随年轮长高长大。

他现在已经高大到内心无有恐惧，远离颠倒梦想，却在看清楚世界的实相之后，以爱将心胸填满。我初认识他的时候，他像一把利剑钢刀，即使读了很多书、见过很多事，依旧锋利尖锐剑气逼人。20年的日月星辰，和他永不停歇的进步，让他已然从容不迫、温柔宽广。

那一天，我们在香港，约好一起早餐。在酒店大堂，人来人往，我找不到他。远处沙发的一隅，一个年轻男子头戴棒球帽，手里拿一本书，平和安详地阅读，与嘈杂的环境融为一体又保持独立。我站在远处的墙角，穿过熙攘的人群，视线定格在那个男人身上，忍不住欣赏。这个周身散发着柔和光芒却又鹤立鸡群的男人，真是我喜欢的样子。趁老李不在，我要不要

斗胆上前搭个讪？

然后他抬起头，我看见我热爱的老师。

他冲我微笑，眼睛眯眯小，一缕清新，几分好奇，一如少年模样。

《论语》里有一章，是子贡称赞他的老师：“夫子之墙数仞，不得其门而入，不见宗庙之美，百官之富。”

我的眼里，李录就是这样。

令我仰望。

2019年11月

# 自序

# 真知即是意义

不知道为什么，我从小就喜欢思考问题。很不巧，我整个童年都处在文革时代。那时候，言论管制比较厉害，能接触到的书不多，主要是领袖语录和宣传资料。所以到了初中，接触到物理学和几何学，对我而言就好像是发现了新大陆。物理学和数学（几何学）可以用简明的公式和数学语言将纷繁复杂的自然物质世界解释得清晰了然，还能被反复证实、证否，而且有极强的预测能力。这给我带来的震撼与欣喜，至今仍然记忆犹新。后来高考报考志愿时，我除了物理系其他一概不作考虑。

可是当我接触到热力学第二定律，也即熵增定律的时候，又一下子感受到对物质世界、对宇宙的绝望和孤寂。虽然世界复杂庞大，看似无边无界，但是大总能压倒小，能量一律从高到低流动，最终一切都会归于无序和死寂。宇宙的存在有意义吗？作为宇宙中的沧海一粟，我们的人生又有意义吗？

这时候，我接触到卡尔·波普尔（Karl Popper）的科学哲学，对我产生了很大影响。科学本身不能解释意义，受科学方法影响的科学哲学却有可能。用科学方法理解世界、理解人与社会为我的思考打开了另一扇门。这时恰逢中国开始改革开放，80年代自由、开放、包容的风气让各种新思想纷纷涌入，中国社会发生了巨大的变化。我的兴趣开始转向人文、历史、宗教、文学、社会科学、经济学等领域。但是我仍然一直认为基本的科学方法是获取知识的唯一可靠的路径。以科学方法来看，无论是古代圣贤，还是当今的政治、宗教权威，其理论学说如果不能在实践中被不断检验、批判、修正，便会成为无源之水、无本之木。科学方法的这些特点和中国80年代的社会气息非常契合。透过打开的国门，我们看到了一个真实的外部世界，愈发感受到了中国和世界的差距。那时我们最关心的问题也是困扰了近代中国知识分子100多年的问题：西方为什么这么先进？中国又为什么这么落后？中国有可能追赶上西方吗？怎样才能赶上？

80年代末90年代初，我离开中国，在美国哥伦比亚大学又从本科开始念书。机缘巧合，哥大要求所有本科生完成核心课程（Core Curriculum），核心课程的要求之一是所有学生无论什么专业，都要把奠基西方几千年文明的100多本经典著作通读一遍，包括从《荷马史诗》、希腊哲学戏剧、中古哲学，到文艺复兴、启蒙运动、现代科学革命的所有经典著作。这是一段让当时的我无比激动、也无比渴求的知识旅程。这就

好像让我将整个西方文明的历程在头脑想象中亲历了一遍，对其中最基本的概念、理论，和其中可靠、可传承的知识有了一次完整的认识。哥大当时还有一门延伸核心课程，用同样的方法学习儒教文明和伊斯兰文明。这又让我有机会把中国文化历史中重要著作的选编通读了一遍（虽然是英语翻译版）。这段在哥大的学习经历对我的思想影响至关重大。

对知识的探求一直是我的个人兴趣所在，但是我当时对如何判断哪些知识才是能够改变个人命运和社会的真知还没有特别直观的经验。此时发生了另一件事，对我日后的人生产生了深远影响。我在哥大的第二年，无意间听了巴菲特的一次演讲。这次演讲让我看到个人可以通过对公司长期的研究，得出一些洞见和预测，从而获得财富。我第一次意识到，我一直以来对探求知识的个人兴趣在投资这个领域可能是有用的。在研究了一段时间以后，我买入了人生第一只股票，从此开启了我的投资生涯，至今已经26年。这段经历让我明白书中确有黄金屋，知识确实有无穷的现实力量。

在投资生涯早期，我不是特别满足于间接的投资证券，而是希望能亲手创建一些公司。所以我也做了一些早期创投，帮助十几家企业从无到有，发展壮大。这对我来说又是一段有趣的经历。我从事创投的时期，适逢互联网革命伊始。我当时投资的那些初创公司也正试图用互联网技术来改变世界。1997年，我受邀去TED会议做演讲，但很快就被其他人的演讲所吸引。那时候的TED汇聚了当时互联网革命中的几乎所有重要人物。从1997年开始，我几乎每年都参加TED年会，可以说是在第一排的座位亲眼看见、并亲身参与了这一场伟大的互联网技术革命。我一路看着这场革命从最早的电子邮件和Netscape浏览器发展到互联网，再到移动互联网，最后成为每个人生活中不可或缺的一部分，彻底改变了世界。与此同时，在太平洋的另一端，中国也发生着天翻地覆的变化。我虽然身在美国，但对中国的一切仍时时牵挂，也算是亲眼目睹了中国40年改革开放的完整过程。

所有这些经历都让我真切地感受到知识对改变个人命运和社会的力量。比如说，仅仅短短的二十几年内，计算机互联网技术就彻底地改变了人类社会的各个方面。中国社会通过对一种新的社会组织方式的实践，也即市场经济和科学技术的结合，让这个拥有14亿人口的大国在40年中发生了惊天动地的变化，创造了史无前例的奇迹。就我的个人经历而言，我接触到价值投资后，通过持续学习积累起一些洞见，在26年间从一文不名漂泊他乡，到后来创建自己的投资公司。基金规模从最初的几百万美元发展到今天的100多亿美元，业绩达到了同期市场平均回报的3倍左右。在这个过程中，运气当然起了巨大的作用，但是也从另一方面再次佐证了知识改变个人命运的力量。命运让我何其幸运，本来就个人兴趣而言，只要有机会学习知识，已经让我心满意足，可是我却误打误撞闯进了投资行业。而遵守价值投资的理念和方法，通过长期努力，形成一些商业洞见，又恰好能够

带来巨大的商业回报，通过这些商业活动又令我得以亲身经历过去几十年这场发生在全球范围内史诗级的知识大爆炸，并亲眼目睹了这场大爆炸对全世界起到的塑造性作用。这些都让我对思考和知识的兴趣愈发强烈。

在我的思考兴趣中，中国和世界，尤其是中国，一直处在核心的位置上。其中一个最重要的问题就是现代化——为什么中国在历史上非常成功，在近代却惨遭失败？又是什么原因让中国在过去几十年有了如此长足的进步？中国的未来是怎样的？这些问题一直萦绕我的脑海。这些年来我依然认为，唯一可靠的知识就是用科学方法获取的知识。那么能否用科学的方法来解释这些问题，获得一些有着清晰的说服力和预测能力的新的洞见呢？

在过去10年里，我对这些问题产生了一些初步的框架性的想法，开始慢慢形成了自己对这一系列问题的思想脉络。这一过程中有几位学者的著作对我影响很大。比如贾雷德·戴蒙德（Jared M. Diamond）1997年出版的《枪炮、病菌与钢铁》（*Guns, Germs, and Steel*），这本书解释了近代史上一个非常重要的现象——为什么欧洲人在很短时间内就统治了整个美洲？这件事对整个人类的历史发展具有不可估量的重大影响。这本书第一次使用现代科学方法来解读漫长的历史轨迹，堪称这方面的经典。再比如2010年伊恩·莫里斯（Ian Morris）出版了《西方将主宰多久》（*Why the West Rules——For Now*），这本书追溯并比较了中国和西方在上万年历史中的文明进程，并试图描述未来可能发生的轨迹。还有2011年物理学家及哲学家戴维·多伊奇（David Duetsch）在《无穷的开始》（*The Beginning of Infinit*）中提出了科学知识、科学革命对于整个人类社会及宇宙的深远影响。2012年生物学家及人类学家爱德华·威尔逊（E. O. Wilson）出版了《社会性征服地球》(*The Social Conquest of Earth*)，试图从生物和文化进化的角度来理解整个人类的文明进化。这些学者的著作虽然都以普适的宇宙观视角来研究他们所关心的命题，但是必须承认他们所关心的现实问题仍以西方为中心，中国还不是主角。但是他们都多多少少触发了我的一些灵感，让我开始慢慢构建起自己关于中国的思想框架。

当然，不能不提的还有我和芒格先生之间频繁的交流探讨。大概从2004年开始，我几乎每个星期都会和芒格先生至少共进一次晚餐，至今持续了15年。我和芒格先生都对跨学科知识，尤其是科学领域有广泛的兴趣。这期间，无数次思考碰撞的火花令我受益匪浅，很多讨论都对我产生了潜移默化的影响。另外，我因为长期从事商业投资事业，积累了很多对经济活动、技术进步等方面的理解。

大约2010年前后，本书中一些最重要的思想体系在我脑中初具雏形。以个人的性格而言，我更喜欢对复杂问题长期反复地思考，清晰准确地表达，但是对于把这些想法在更大的范围里传播既缺乏兴趣，也没有这方面的才

华能力。在好友常劲、六六、施宏俊等一再鼓励推动下，我通过小型沙龙讨论，将这些想法在小范围内分享，又通过反复修改，整理成系统化的文章。2014年，我开始把关于现代化思考的系列文章发表在虎嗅网，并为此开了个人微博。之后得到更多朋友，尤其是年轻朋友的热烈反响，让我非常欣慰，倍受鼓舞。最后在施宏俊的鼓励下，集结成本书的第一部分。在这一系列文章中，我从人类文明进化史的角度，把现代化理解成人类文明史上的第三次伟大跃升，从而把中国的现代化历程理解成全人类从农业文明向科技文明进化过程中的一部分，从这个背景出发去理解中国过去200年的历史和近40年的历史。

这一系列的文章不是学术论文，但是希望对学者和实践者都有所帮助和启发。同时就我的职业而言，这些对人类文明和历史的思考对投资也很重要。投资的核心是对未来的预测，投资某个国家的企业确实需要对这个国家本身有一个基本认知，包括对这个国家历史和未来趋势的洞察。这一点在经济危机到来时尤其会受到考验。比如2008、2009年的时候，如果对美国的未来没有一些基本的判断，那么你很难在经济危机最黑暗的时刻在美国股市下重注，即使你投资的只是其中的一些企业。在中国投资也是一样。当中国面临各种危机时，如果对中国未来几十年的发展没有一个基本的判断，你也很难做出投资的决定。所以本书第二部分是在第一部分的理论框架之下，探讨一些具体的现实问题，包括如何理解中国过去40年的改革开放，如何预测中国未来几十年的发展潜力，价值投资在中国到底是否适用、如何应用，东西方之间不同的历史轨迹、文化差异又如何影响彼此的关系等等。在过去二十几年里，作为国际投资人，我的投资范围主要是在北美和亚洲，美国与中国一直是我关注的中心，这本文集中自然也包括一些我这些年里对价值投资的理解和实践。

无论是我个人的理念还是职业的要求，在思考方法上我希望能够做到谨从科学方法，客观理性，以事实、逻辑立论。无论是讨论过去、现在，还是预测未来，无论是讨论中国、美国还是世界，无论讨论内容涉及人文、科学、历史、经济、政治，我只求做到准确、全面、中立、实事求是，尽量避免情感因素、意识形态、宗教或文化信仰等对思考客观性的影响。当然，人作为感情动物，完全避免偏见也是不现实的。我只是希望用科学方法和理性客观的态度，逐渐构建起一些有用的想法，在实践中可以被不断地检验、证否、充实和提高。让这些想法成为时间的朋友就是我全部的希望。

我个人的亲身经历和求知思考的旅程都让我变得越来越乐观。我对乐观的定义和物理学家及哲学家戴维·多伊奇很相像。他曾经说过，所有邪恶都是因为缺乏知识（All evils are due to a lack of knowledge）。换句话说，如果有了足够的知识，人类社会就会战胜邪恶，不断向前进步。人类是进

化史上最后出现的一个具有创造性的物种。我们通过生物（DNA）和文化两种方式进化，因此人类进化的速度相对于其他生物大大加快。文化进化是因为我们具有非凡的创造力，而创造性来源于人类之间的相互模仿。与其他灵长类动物（如大猩猩）不同，在相互模仿时，我们不是简单地机械复制行为，而是复制行为的意义，从而给解读、发挥、再创造留下空间。而人的大脑构造恰好让我们可以理解复杂、抽象的物理学定律，并通过科学方法让真知得以不断积累发展。这让我们能洞察大到星际，小到微生物、原子，复杂如人类社会的各种问题，获得有解释力的理论和有很强预测能力的真知。通过对真知的应用，人类开启了一场以小博大、利用自然又超越自然的创造之旅。物质的世界、人的世界都因真知而改变了发展轨迹。地球的历史尤其如此。自从生物开始出现，地球开始被生物改变。而人类出现后的几十万年间，尤其是过去一万年间，人类对地球的改变如同再造。将来人类改变整个星际也是完全可以想象的。

自年轻时开始，我一直在求索两件事：真知与意义。后来我明白这两者其实是统一的。真知即是意义！人生的意义就是获得真知，并以此让个人、社会、世界变得更加富足、公平、进步、美好。所谓真知，并不是百分之百的真理。世界上也不存在百分之百的真理。但是真知一定要有足够的正确性使其能够有用（enough truth to be useful），而且可以不断被证实、证否，不断被修正，不断进步、完善。一个成功的社会必然会有一种宽容、批判、容错的文化，让真知得以存在、发展和进步。我们看到，在人类的文明史上，当这种有解释力的知识转化成技术，并和一种特殊的社会组织方式——贤能制（无论是政治贤能制还是经济贤能制）结合时，产生的力量会把人类的个人创造力和集体创造力充分发挥出来。这就是我看到的意义。

人类的文明让熵减成为可能，由此宇宙不再只是熵增的，走向无序和沉寂的单向道路，人类也不再只是蜗居于茫茫宇宙偏僻一隅的化学浮渣（霍金语）。我们创造了超越自然的文明，通过真知的无限积累让文明的无限进步成为可能。文明的力量比反文明的力量积累真知的速度更快，因而有可能永远取得先机。如果文明的火炬得以传递延续，终有一天，我们既可以探索茫茫星际宇宙，又能够窥视微观原子世界，在空旷死寂的宇宙中创造出不灭的光芒。对此我深感幸运和快乐。通过这本文集，我希望能把这种快乐与同道分享！

2019年10月

上篇

# 文明、现代化与中国

## 老问题和新史学

1840年的鸦片战争，让绝大多数中国人开始在落后挨打的痛苦中思考三个问题：为什么中国与西方差距如此悬殊？中国如何能够赶上西方？赶上以后的中国会是什么样的？是否还能重现往日的辉煌？直至今日，这三个问题还萦绕在国人心头，不断引发各界精英的探讨。同样地，从大概250年前开始，作为历史同期领先者的西方精英们，也开始深思当时新世界格局背后的原因。和世界其他地区相比，西方已经遥遥领先，这种领先优势在此后的200多年迅速形成西方对全球的统治。为什么西方能够统治世界？这种统治能否持续下去？

东西两方的问题虽然看上去“几家欢喜几家愁”，但实际上是同一个问题的两面。在过去200多年里，无论是在中国还是西方，东方的衰落和西方的领先一直都是各界精英关注的核心，围绕此话题涌现出各类理论、学说，但是至今尚未形成共识。已有的学说似乎在解释历史和预测未来上都有局限，它们最大的共同点就是所选取的历史区间相对较短，有些可以追溯到过去上百年，最多至千年的历史，历史视野仍嫌不足。李鸿章所言中国在1840年面临的是一场“三千年未有之变局”实属深刻洞见。然而直到近代，人类对历史的考据主要靠文字记载，而文字在西方有5500年历史，在中国有3300多年历史，相对于整个人类进化史来说，文字记载的历史只占不到百分之一。用百分之一的历史显然不足以追溯、阐释整个人类进化的历程，加之传统史学本身也有偏见和局限，仅凭文字史的视野并不能完全回答上述问题。

所幸的是，传统历史学在过去几十年里发生了根本性的变化，一系列科学学科取得突破性进展，为人们理解更长期的历史提供了全新的工具。

1949年考古学放射性碳定年法技术（Radiocarbon Dating）被发明，这种技术可以使用碳-14同位素的半衰期来比较准确地测定一种物质的历史年代。新的检测技术再加上基因技术，使考古学家对文字出现之前的历史考据有了飞跃性的进展，从此在全球各地不断发掘出来的文物就成为了比文字更为重要的考古依据。

上世纪50年代之后，DNA结构的发现让生物学进入了一个快速发展的时期，催生了分子生物学、遗传生物学、进化生物学等学科的发展。这些学科和其他学科结合，让科学家对人类本身的进化历史第一次有了比较完整的了解。生物学家爱德华·威尔逊（E. O. Wilson）在2012年正式提出了人类起源的完整理论，发表著作《社会性征服地球》（*The Social Conquest of Earth*），这是继达尔文之后人类进化历史的又一次巨大发展。

1919年，塞尔维亚的地球物理学家米卢廷·米兰科维奇（Milutin Milanković）提出了米兰科维奇循环理论，这一理论在70年代被最后证实，科学家们从数学上证明了地球的离心力、转轴角度和轨道的进动影响了地球和太阳之间的距离，从而造成了地球气候的长期大循环，循环周期大约是10万年。米兰科维奇循环理论帮助人们第一次理解了冰川纪的形成、持续时间以及预测大循环中的未来冰川纪。2004年，科学家在南极打出了纵深两英里的洞，在多年积雪堆积形成的冰层中提取出过去74万年的历史气候数据，以及这期间人类活动对大气造成的影响，这些记录也还原了人类活动在过去几万年里在大气层中留下来的部分轨迹。

1987年，在美国基因学者瑞贝卡·卡恩（Rebecca Cann）的带领下，科学界得出了一个在当时惊人的结论：所有的人类女性都可以追溯到一个共同的祖先，她居住在非洲，被称为非洲夏娃，诞生于大约20万年以前。这一结论此后被各种研究不断证实，不过把夏娃出现的时间推迟到了15万年前左右。此后不久，科学家也找到了所有男性的祖先：非洲亚当。这些重大发现证实了今天的人类都起源于同一祖先。人的特性，比如聪明、勤奋、创造性、利他主义倾向，在一个大的群体里，表现出的分布也很接近。这一结论对传统观点提出了巨大的挑战，粉碎了任何以种族、文化的不同为基础来解释东西方领先的理论。

正是各学科的大发展奠定了新史学出现的基础。所谓新史学，就是利用科学各个领域的前沿发展，跨学科重新构造解读人类长期历史的方法论，其最主要的突破就是不再局限于文字史，可以研究更久远的历史。

生物学家、地理学家贾雷德·戴蒙德（Jared M. Diamond）堪称应用新史学的第一人，在1997年出版的《枪炮、病菌与钢铁》（*Guns, Germs, and Steel*）中，他第一次通过对人类农业起源的追溯，指出地理位置对人类历史发展的决定性影响。他的研究不仅回顾了人类过去一万年的历史，而且首次翔实有力地解释了为什么欧洲在16世纪彻底征服了美洲。就如新大陆的发现和美洲的征服对人类历史发展的跨时代意义，戴蒙德的发现和这本著作也是史学界的一次大突破。

另一位新史学的践行者，考古学家、古典学家、历史学家、斯坦福大学教授伊恩·莫里斯（Ian Morris）使用所有已经发现的科学工具勾画出人类文明在过去几万年中进化的基本轨迹，发现了人类发展的规律，据此解释东西方在近代的差距，并预测了人类社会的未来。他于2010年出版的《西方将主宰多久》（*Why the West Rules——For Now*），以及2013年出版的姊妹篇《文明的度量》（*The Measure of Civilization*）为这些问题提供了最好的答案。使用莫里斯的定量计量文明基本轨迹的方法，再加入经济学、生物学等自然科学及对中国历史传统的研究，我们今天就有可能将中国的现代化问题置于整个人类文明几万年的进化历史之中，由此对开篇所提的

中国人近代关心的三大问题，做出比以前任何时候都更深刻的理解和回答，并在此基础上对中国未来提出比较可靠的预测。

笔者出生在1960年代的中国，在中美两国都有20余年的生活经历，对于中国现代化问题的兴趣自年少起持续了30多年。过去20多年的投资工作又对预测中国未来多了一份职业上的需求，并在这些年间积累起一些思考心得。这个“谈现代化系列”，正是我过去30多年的思考笔记，希望能够起到抛砖引玉的作用。这一系列首先将主要应用贾雷德·戴蒙德和伊恩·莫里斯的研究成果，结合部分个人表述和解读，从中国人的角度，分析人类16000年进化史的计量图表，阐述人类历史发展的重要阶段，揭示其中的规律，重点将集中在现代化的诞生历史上。之后我将着重讨论现代化的本质，中国现代化的道路，以及预测中国的未来，这部分内容更多是我个人的愚见。最终，我将落脚于中国现代化对西方的影响，以及对人类未来共同命运的探讨。

## 文明的轨迹

伊恩·莫里斯教授提供了定量记录人类长期文明历史轨迹的计量方式，他把这种计量方式叫做社会发展指数，即一个社会能够办成事的能力。社会由人组成，同为动物的人需要消耗能量。根据能量守恒原理，一个社会要能办成事，需要摄取和使用能量的能力。所以要想衡量社会发展的程度，最重要的指数就是摄取能量和使用能量的能力。下面从计量内容、计量方法、计量对象三个方面解释这种计量方式。

莫里斯把一个社会摄取能量和使用能量的能力分成四个方面：摄取能量的能力、社会组织的能力、信息技术的能力以及战争动员的能力。摄取能量的能力主要指社会中的每个成员每天能够摄取的食物、燃料和原材料的能力。社会组织能力定义为在一个社会里最大的永久性居住单位的人口数，在相当长一段时间里也就是最大城市的人口数。人口越多，对社会组织的能力需求就越高。社会组织的成员每天都需要交流、储存、记忆各种各样的信息，因此信息技术也是人类使用能量的重要方式。战争作为人类消耗能量的重要来源更不必赘述。这四个方面并非人类活动的全部，却是最具有代表性的人类摄取和使用能量的方式。更关键的是这四个标准能够在一切社会中横向比较，也可以在很长的时间范围里纵向比较。因为人类的整个进化史，实际上就是摄取能量和使用能量的历史，而组织社会、形成人口中心、交流信息、进行战争也是所有人类社会都会进行的最重要的活动。

在考虑计量方法时，莫里斯选择了指数的方法，把测量时间的起点定在公元前14000年，终点定在公元2000年；把要测量的四个方面分值加总，定公元2000年的数值为1000分，平均分给四个方面，将公元2000年代表东西方最高水平的每项社会发展指数定为满分250分。比如西方最发达的地区美国，在公元2000年平均每人每日能量摄取大约是228000大卡。日本作为公元2000年东方最发达地区，平均每日每人能量摄取大约是104000大卡。按此比例，如果美国是250分，日本就是114分，以此类推。要获取这些数据，时间越早就越困难，但是在人类历史的早期，四个指数增长速度都很慢；而且，相对于公元2000年的人类社会组织、信息技术及战争动员能力，人类早期在相当长的时间里，这方面的分数一直接近为零。所以社会发展指数在早期其实也就是人类摄取能量的能力。这里计量的时间间隔在早期可以拓宽。比如公元前14000年到公元前4000年，每1000年取一次数据，这段时间分值变化的幅度很小。从公元前4000年到公元前2500年，可以采集的数据增加，这期间每500年取一次数据。从公元前2500年到公元前1500年，每250年取一次数据。从公元前1500年到公元2000年，每100年取一次数据。进入现代以后，以科学家提取数据的能力

完全可以做到每年甚至每月精确地提取一次。但是要对16000年的数据都进行比较精确的估算，就需要考古学、气象学、物理学、生物学在过去几十年取得的成果辅助。

莫里斯把测量对象定为公元前9600年以后欧亚大陆上农业文明形成时出现的两大文明中心，以及此后传承这两大中心的各个文明中心。在不同的历史阶段，东西方文明的主要中心也有所变化，因此他选取的是当时在东西方两大文明中最为先进的地区。比如西方，最初是在两河流域和约旦河附近的侧翼丘陵区（Hilly Flanks），之后转移到美索不达米亚、叙利亚、埃及、地中海、罗马，再转移到巴尔干半岛，然后是地中海、南欧、西欧，最后到了美国。东方文明的中心则是从黄河流域开始，进入到黄河与长江冲积平原中间，之后转移到长江流域，到了20世纪之后，转移到中国东南沿海和日本，公元2000年左右则是以日本为代表。由于四个社会发展的计量指标对东西方两地都非常适用，同样的数据可以用来计量长时间的人类历史。

值得一提的是，史前的记录有很多数据需要估算，因此考古发现是重要的信息来源。考古学是一门很年轻的学问，现在通用的方法叫地层学（Stratigraphy）研究，直到1870年以后才开始使用。1950年以后科学家开始使用放射性碳定年法，给考古学带来实质性的飞跃。70年代以后，人们对于史前的记录逐渐有了一套系统的知识体系。

莫里斯和他的团队通过大量的工作，将人类社会发展的指数绘制成一系列图表，这些图表有助于我们直观了解东西方社会发展的历史轨迹。

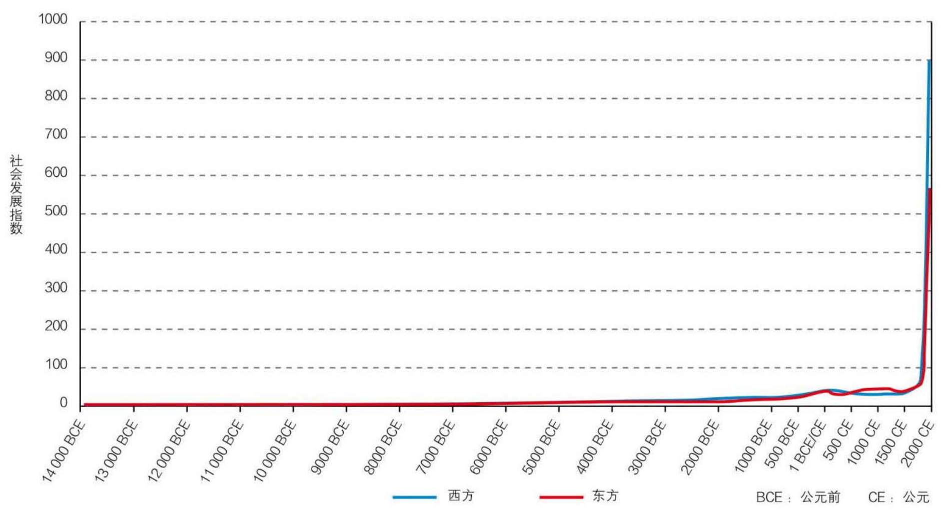


图1 东西方社会发展指数（公元前14000年—公元2000年）

来源：Ian Morris, *Social Development*, 2010.

从图1首先可以看到，一直到公元前3000年左右，东西方的发展几乎看不出任何差别，在这之后虽然两方的发展曲线都发生了一些变化，但仍然非常缓慢。而公元1800年以后，社会发展的轨迹像坐了火箭一样，呈现出飞跃式发展。接下来，在不失真的情况下，将之前的图表数据做一个对数处理，即图2。这样可以把东西方的比较看得更清楚一些。

再看公元前1600年到公元1900年的这张图表（图3）。图3呈现的历史是文字记载相对清晰、人们比较熟悉的一部分历史。结合图2、图3，可以看到从公元前14000年左右，到公元500年左右，西方一直领先东方。大约从公元541年左右，东方开始赶上西方，从此在1200多年里一直领先西方，直到1773年左右。但是从公元1800年以后，西方不仅追上了东方，而且率先进入了一个飞速发展期，把东西方之间的差异扩大成对全球的统治。东方的社会发展指数也从20世纪开始起飞，今天虽然仍然大大落后于西方，但是已经显示出能够追上西方的迹象，这就是近16000年的人类文明在东西方两地的轨迹。之后几篇将重点解释人类文明轨迹的成因，东西方在文明发展过程中的异同，公元1800年以后社会呈现火箭式飞速发展的原因，及东西方的比较，进一步解释西方为什么能够在近代统治世界，解释中国在近代的落后。只有在理解历史轨迹和成因的基础上，才能回答今天中国如何能够赶上西方的问题，总结中国现代化的特性，展望东西方的未来。

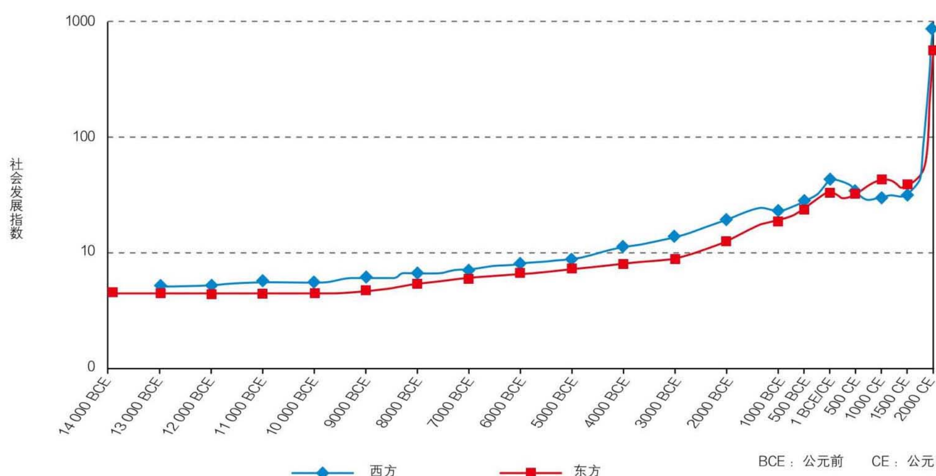


**图2** 东西方社会发展指数线性对数模型（公元前**14000**年—公元**2000**年）

来源：Ian Morris, *Social Development*, 2010.

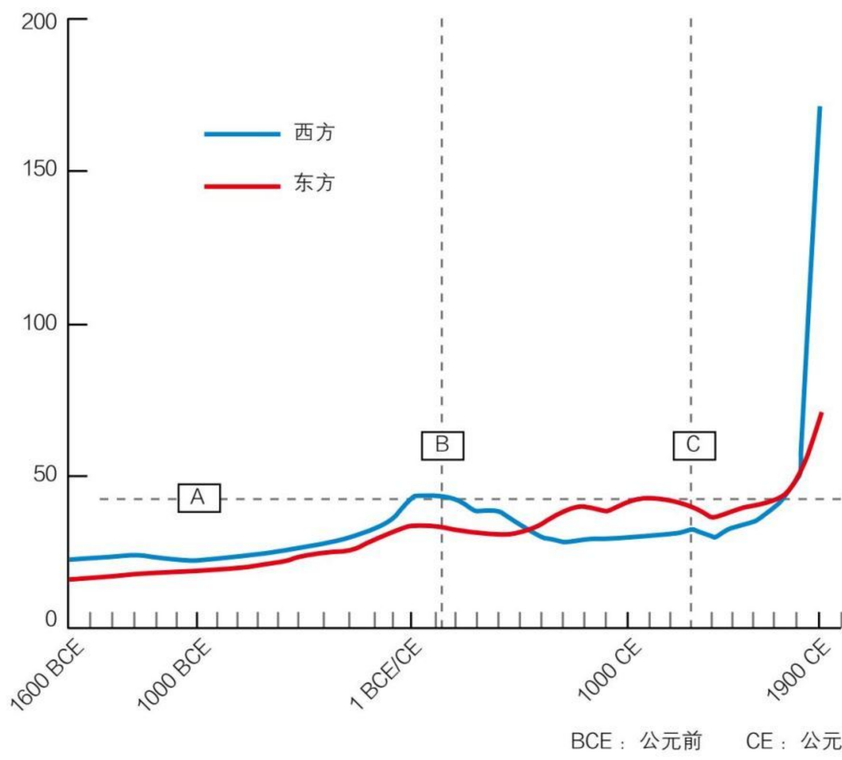



**图3** 东西方社会发展指数（公元前**1600**年——公元**1900**年）

来源：Ian Morris, *Why the west rules-for now*, 2010.

## 人类文明的第一次飞跃

伊恩·莫里斯的社会发展指数图表清楚地呈现出人类文明进化轨迹的不断上升趋势，曲线的幅度也显示出不同时代有不同的上升速度。社会的发展总在起伏中曲线上升，而每一个历史阶段的起伏又有不同的规律。人类社会发展历史始终保持了上升趋势，但在不同阶段速度不同，各有特点。所以我认为要理解人类文明的演进过程，需要划分不同的阶段分别加以分析。

我把文明定义为人类利用自身与环境中的资源在生存发展中所创造出来的全部成果，意在计量人类和其最接近的动物祖先之间拉开的距离。容易和文明混淆的另一个概念是文化，文化是指生活在不同地区的人们，在漫长的时间里形成的独特的生活方式、生活习惯及信仰。文化用来区分不同地区、不同人群之间的区别，而文明则是用于描述人类发展的共性，并区别人类与动物祖先。在人类历史的长河里，工业文明开启了一个新的历史阶段，农业文明的到来也带来一个新的历史阶段。在农业文明出现之前，人类的生产方式主要是采集和狩猎。根据人类生产方式的不同，我大体上把人类文明的发展阶段分成三部分：采集狩猎文明或1.0文明，农业畜牧业文明或2.0文明，以及以工业革命为先导的科技文明或3.0文明。

在1.0文明时代，人类采集、使用能量的方式似乎一直没有什么变化，而且似乎与其他以捕猎为生的动物没有太大不同。但这是一个误解。人类的1.0文明，其实发生在7万年前，是因气候变化引发出的一次巨大的飞跃。

要理解人类的特性，必须要理解人类生活的环境。地球有45亿年历史，生物大概只有15亿年历史，而人类只有15万年历史。自然环境对所有生物的影响都是至关重要的，其中气候是最大的影响因素。

地球的气候在大约5000多万年以前开始发生了一次大的变化，当时大陆架的移动使得绝大部分陆地移动到了北半球，而使南半球基本上以海洋为主。另外一次变化是在1400万年以前，这时形成大陆架的火山行动基本上停止，地球的温度也随之下降，于是南极形成终年的积雪，而北极由于没有大陆架，雪比较容易融化，所以直到275万年前才形成终年的积雪。在这样的大背景下，米兰科维奇循环开始对今天的地球气候产生了周期性的影响。地球围绕太阳公转的轨道并不是正圆形，因为受到其他星球的引力，常常是椭圆形。另外地球的自转过程里通常会有倾斜，自转轴也有进动。受这三个因素影响，地球气候就形成一个以每26000年、41000年、96000年为周期的三大循环。这三大循环造成了地球接受太阳光热的数量不同，形成了气候的冰期和间冰期。

冰川纪在历史上出现过40次到50次，最严重的两次发生在19万年前和9万年前，这个时段在人类的起源和早期发展中起到了关键性的决定作用。在冰川纪最严重的时候，仅北冰洋的冰川就覆盖了北部欧洲、亚洲、美洲。地球表面的水大多被吸收到冰川里，地球变得很干燥，海平线比现在低300英尺。加之冰川把阳光反射回大气，导致气温更低，植物和动物减少，空气中产生温室效应的二氧化碳减少，气温又进一步降低。现代人的祖先智人（Homo sapiens）在15万年前左右出现，这时期恶劣的气候条件让他们只能生活在非洲靠近赤道的很有限的区域之内。绝大多数基因学家和考古学家认为，当时人类的总数一度下降到2万人左右，人类也没有显示出任何将来会征服地球的迹象。这是人类历史上最黑暗的时代。但是到了7万年前左右，人类的运气开始好转，这时米兰科维奇循环朝相反方向变化，非洲的东部和南部开始变得更加温暖湿润，给人类提供了更好的自然条件来狩猎、采集，人口也开始随着食物的增加迅速增长。也是在这时，人作为一种独特的动物，开始显示出自己真正的优势。

人类在刚刚出现的时候，就显出和其他动物，哪怕是“近亲”类人猿很大的不同。这个区别在气候变暖之前并没有充分显示出来，但一旦气候创造了有利的条件，人类就开始显示出巨大的优势。人类和其他动物相比，最大的特点就是脑容量巨大，计算能力超强。虽然大脑只有人体重的2%，却要消耗人20%的能量。人类如果要等大脑完全成熟以后出生，母亲将根本无法生产。为了解决这个问题，人类只能在胎儿大脑没有完全发育成熟之前就把他们提前生产出来。这和其他哺乳动物都不一样。无论是牛、马、羊、狮子、老虎，这些动物出生后很快就可以独立站立、生长、生活，甚至捕食。可是人出生的时候离成熟和独立生活还很远，还需要几年时间才能够站立、行走、说话，大脑才能完全发育成熟。所以人类新生儿的死亡率很高，但是成熟后的优势也很明显。当气候变得有利于生物，人类的优势就表现得格外突出。这个优势充分体现在了人类文明的第一次飞跃，也就是走出非洲的飞跃。

一方面由于气候的变化，一方面受原来生存环境的影响，人类的祖先开始出走非洲，离开原来的生活地，去往全新的生活环境。这次文明的飞跃从一开始就显示出人这种动物独特的进取心和智力。从公元前6万年开始，人类从非洲索马里进入到阿拉伯，到欧亚大陆，然后从北非进入到欧洲，从欧亚大陆进入到东方亚洲，从亚洲南部进入到澳洲，从欧亚大陆穿过阿拉斯加进入北美，从北美再进入到南美。

图4大体显示了当时人类迁移的路径。在大概四五万年的时间里，人类的足迹基本上遍及全球。随着气候不断变暖，越来越多的地方出现了更多的植物、动物，使得靠狩猎和采集的人类在世界上各个地方都有可以生存的机会。虽然大自然给各种生物创造的条件是一样的，但是并非所有的物种

都有像人类这样强烈的进取心，克服重重困难走遍全球。这一次行走即便在今天看来都是惊人的、难以想象的旅程。试想当时的人类祖先要跨过大冰川，越过海洋，在对未来和目的地一无所知的情况下，一代一代以顽强的决心占领了全球。从公元前6万年，一直到公元前12000年前，人类用了几万年的时间，从非洲出发，一路占据到南美最南端，以平均每年一英里的速度遍布了整个地球。这个时候人的主要工具就是石器，交通工具就是双腿。这时还没有农业，没有畜牧业，没有其他的动物作为依靠，也没有任何其他工具，就靠着一路打猎和采集，并以很小的团队为组织一路前进。这一场人类祖先的远征，今天想起来还会令人震撼，激动人心。

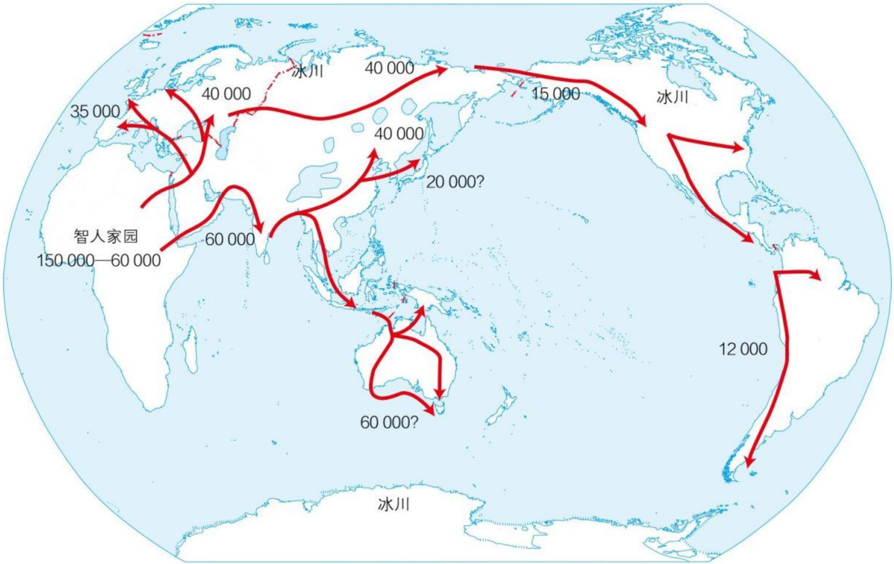



图4 人类走出非洲的路线，及足迹遍及世界各地的时间点

来源：Ian Morris, *Why the west Rules-for now*, 2011.

关于出走非洲的智人是否就是人类祖先一直是学术界争论的问题，直到90年代才彻底被解决。1987年，基因学家瑞贝卡·卡恩带领她的团队第一次得出突破性的结论。通过对只有女性携带且只能通过女性遗传的线粒体（Mitochondrial）基因进行全球范围内的研究，瑞贝卡·卡恩发现了以下几个结论：第一，基因多样化在非洲比在全球任何其他地方都更多；第二，其他地方的基因多样化都是非洲这种多样化的一个分支；第三，科学家能找到最古老的线粒体基因来自非洲。这三个发现，无一不指向同一个

结论：全世界都有一个共同的妇女祖先，她生活在非洲，被称为“非洲的夏娃”。此后的多项研究都在不同程度上证实了卡恩的发现，只不过把非洲夏娃出现的时间推迟到了公元前15万年左右。到了90年代，其他基因学者通过检测DNA中只能在男性间遗传的Y染色体，得出了几乎同样的结论，即人类所有男性的祖先也来自非洲，被称为“非洲的亚当。”所以截至90年代，关于智人是否是人类祖先的争论有了答案。我们今天所有人的共同祖先，都是从非洲走出的智人在全球各地留下的后代。而其他所有的猿人和类人猿在人类离开非洲后的几万年内，几乎都绝迹了。

人类出走非洲后，在一路上都留下了文明的痕迹，其中最著名之一是已有18500年历史的阿尔塔米拉洞（Cueva de Altramira）壁画。这幅壁画达到的艺术造诣高度惊人，极其富有创造性，以至于毕加索在参观了这幅壁画之后曾经慨叹道：“我们现在所有的人都无法画出这种水平来。”他认为和这幅壁画相比，人类之后所有的作品都是退步。



图5 阿尔塔米拉洞里的壁画

来源：维基百科。

后来的考古发现，在人类走遍全球的这一路上留下的绘画、石器、妇女的装饰等，都体现出人的创造性和智慧。虽然人类诞生之初也只是采集和狩猎，看起来和动物祖先并没有太多区别，但是他们表现出了强烈的进取心和创造力。即便是其他的类人猿，也没有像人类一样，在短短几万年里步行穿过了冰川、海洋，足迹遍布全球；也没有像人类一样，在所有地方都留下了自己的想象力和创造力。这种决心、驱动力、对于意义的追求、艺术的表达，其他的类人猿都不具备。人强烈的进取心和高超的智力，使他/她从这时起就显示出来和任何其他动物的不同。

人类这一次走出非洲对全球的覆盖，虽然没有在生活方式上发生巨大的变化，但是人口从最初的2万人左右迅速增长，更重要的是人类已经遍及全球所有的地方。当全球气候开始变化，给生物提供新的发展机会时，人类已经为利用这些机会做好了准备。所以这一次出走非洲，让人类开始有了第一次文明的大飞跃，濒于灭种的可能性大大降低，基因的多样性和适应性大大增加，并开始在全球寻找最适合人类发展的生存条件。当这种生存条件在地球的某些地区首先出现的时候，人类利用机会的能力已经彻底形成，新的飞跃的基础也已经奠定坚实。

# 农业文明的诞生

地球最后一季冰川纪结束于公元前2万年左右。冰川融化后进入海洋，海平面开始上升；公元前14000年，冰川停止融化。到了公元前12700年左右，地球的气温回升到了和现在仅有几度之差。这个温度特别适合动植物生存。地球上的动植物种类和数量迅速增加，对依靠采集和狩猎为生的人类先祖来说，食物的来源自然也大大增加。从公元前18000年到公元前10000年，地球上的人口总数从不到50万翻了十几倍。从这时起，人类开始继承了地球，也开始接受地球赠与人类的礼物。

气候变暖是地球给人类的一份馈赠，但是生活在不同地理位置的人却并没能享受到同样的幸运。最幸运的人生活在“幸运纬度带”上，也就是欧亚大陆北纬20度到北纬35度，美洲大陆北纬15度到南纬20度之间的地区。从公元前12700年以后，欧亚大陆的东西两边开始出现了各种野生谷物。这些谷物碎粒很大，因此采集时花费1卡的能量，可以在食用时得到50倍的回报。得益于食物的丰富，这时人类群落的规模也开始扩大，逐渐形成文明中心。不久，在幸运纬度上最发达的地区侧翼丘陵区，也就是位于两河流域和约旦河流域的一个拱形丘陵地带，率先出现了人类文明第二次的大跃升。

今天我们可以猜想，这一次文明的跃升也许缘于当时妇女的采集经验。当她们采集果实时想到，如果把野生果实种植在肥沃的土地上，收成会不会更容易预测？考古学家们已经找到越来越多的证据，证明人类在这个时期开始种植植物，又进一步掌握了选择优良品种杂交、施加肥料、除草等等一系列的农业行为。这样生产出来的果实就不再是原始的野生状态，而转变为一种和人互相依存的关系，意味着现代农业的出现。畜牧业的出现也是类似的过程，动物也逐渐被人类驯化。人们对一些野兽首先圈养，然后配种，选择优良品种交配，再对新出生的动物人工喂养，以至于被人类驯养的动物已经不能够独立在野生环境下生存，而必须要和人类相互依存。

农业和畜牧业的出现在全球的分布非常不均衡，最主要的原因是地理环境和自然资源完全不同。地理环境在农业文明里的决定性作用由生物学家贾雷德·戴蒙德最先发现。他指出全世界大约有20万种不同的开花植物，只有差不多几千种可以食用，而其中大概几百种可以被人工养殖。人类今天摄入能量的一半来源于谷物，最主要的是小麦、玉米、大米、大麦和高粱，而这些谷物的野生原种在全球分布既不广泛更不均衡。自然界中一共有56种颗粒大、营养丰富、可以食用的野生植物。在西南亚，侧翼丘陵区拥有32种，在东亚、中国附近有6种，中美洲有5种，非洲撒哈拉沙漠以南有4种，北美4种，澳大利亚和南美各有2种，整个西欧只有1种。如此看来，

在侧翼丘陵区最早出现农业的机率要远远超过其他地方。再看畜牧业的条件：世界上超过100磅的哺乳动物有148种，到1900年只有14种被人类驯养，其中有7种原生野生动物在西南亚，东亚有5种，南美只有1种，北美、澳大利亚、撒哈拉沙漠以南1种都没有。今天世界上最重要的5种畜养动物：绵羊、山羊、牛、猪和马，除了马之外，原种都在西南亚。虽然非洲的动物很多，可是绝大多数无法驯养，比如狮子、长颈鹿等等。因此从农业资源的分布来看，侧翼丘陵区是最幸运的地方，其次是中国的黄河长江流域。它虽然不如前者，但依然是世界上自然资源第二好的地方。世界上的其他地区则远远不如这两个地区。

事实上整个农业文明的出现和传播都和自然资源关系巨大。大约在公元前9600年，农业就开始在侧翼丘陵区出现了，在中国则出现于公元前7500年。澳大利亚基本上没有农业出现，美洲的农业发展也很滞后。美洲原生的植物叫大刍草（Teosinte），这是玉米的原种，要把大刍草培育成玉米，需要几十代的基因变种才有可能。美洲也没有原生的可以被驯养的动物，所以农业文明在美洲开始的自然条件极其匮乏。另外一个导致美洲农业文明落后的原因是地理隔绝。人类祖先最早在公元前15000年通过大陆桥从欧亚大陆走到美洲大陆，而到了公元前12000年以后，美洲和欧亚大陆就被海洋分隔开来，这以后在欧亚大陆出现的农业文明就没有办法传播到美洲。所以整个美洲发展农业文明的自然条件很差，也无法和其他实现农业文明的地区交流。而同样自然条件很差的西欧，由于到中东的交通相对通畅，所以到了公元前4000年左右，农业已经得以覆盖。在亚洲，农业从公元前7500年开始，从中国起源，向各个方向传播开，进入今天的东南亚，再到公元前1500年的朝鲜、日本，基本上涵盖整个亚洲。

当农业人口进入到依然以采集、打猎为生产方式的地区，就会形成竞争。农业本身是人类文明的进步，发展到这个阶段的社会所能摄取和使用的能量以及组织能力都远远超过1.0文明。两种力量悬殊的文明一经相遇，先进的文明势必要征服落后的文明。文明的传播形式有两种，一种是先进文明的殖民，另一种是生活在落后文明地区的当地人模仿学习新的生产方式。无论是哪种方式，最终新的文明都会传播到世界各地，人类的生活方式在不同人种中也会逐渐同化。今天欧洲人中差不多每四五个人中就有一个人的祖先来源于农业文明出现最早的西南亚、中东。虽然在亚洲没有类似的研究，但无论是对亚洲人种的调查，还是直观的观察，我相信祖先是中国人的比例也差不多。

人类的特征虽然在大数里都是一样的，但是在第二次文明跃进的时候，由于自然条件不一样，能否和新的文明交流的机会也不一样，所以发展的速度和状态也有所区别。地理位置一方面决定了一个地区的自然禀赋，另一方面也决定了它和最先进的文明交流的机会，由此造成了各个地区发展的

差异。

今天世界上最发达的文明，都从最幸运的两个中心发展而来，一个是西南亚和中东地区，一个是中国的黄河长江流域。东西方的概念也是在那时产生。地理位置从农业文明起变得十分重要。凡是能和其他地区交流的地方，例如侧翼丘陵区、中国和欧洲，它们发展的方式、速度、轨迹都非常相像，文明传播的速度也很接近。比如说最早从种植，到育种，到出现大的村落，对动物的畜养，对生活方式、家庭组织的重新构建，对祖先的崇拜，出现陶器，形成宗教仪式等等，这些现象出现的先后顺序在不同的人群里都很相似。不同的地区虽然出现了不同的生活习惯和不同的文化，但是从文明本身的发展来看，只要有足够的时间，先进的文明最终都会以殖民、被模仿、同化的方式传播到所有可及之处。所以到了公元前1500年左右，基本上整个亚洲、中东、非洲北部地中海、欧洲，都已经进入2.0文明阶段。而美洲和澳大利亚因为天生自然资源不足和地理上的隔绝没有能够发展起来，基本上还处在1.0文明阶段。在非洲撒哈拉沙漠以南，虽然出现了有限的畜牧业，但受地理条件的限制无法开展种植业。

整个农业文明的起源、诞生、发展、传播都和地理位置密切相关，无论是开始的自然条件，还是和其他文明中心交流的难易程度，都决定了当地农业文明发生的时间和发展的程度。非洲位于赤道附近的地理条件促使人类诞生于此，而全球变暖让世界上几乎所有地方都可以发展1.0文明。但是当2.0文明到来的时候，原来有利于1.0文明的地理条件并不必然都是优势，在很多地方甚至变成了劣势。非洲、美洲具有的1.0文明优势，反而成为2.0文明最大的障碍。发展农业条件比较好的地方2.0文明的发展自然比较快，比如中东、西南亚，2000年的领先给了他们巨大的优势，但这并不是一个永久的优势。无论是中国还是欧洲，都在后来慢慢赶上了领先的中东，可见人在大数里表现出来的情况是一样的，而地理位置决定了发展的条件不同，先后有别。

在塑造整个历史的过程里，人的动物本性起了非常重要的作用，莫里斯把它叫做莫里斯定律（Morris Theorem）："历史，就是懒惰、贪婪、又充满恐惧的人类，在寻求让生活更容易、安全、有效的方式时创造的，而人类对此毫无意识。"但同时人也显示出了强大的学习能力，一旦自然条件开始提供机会，他们很快就把自然资源条件转化成自己生存发展的巨大前进动力。

## 农业文明的天花板及三次冲顶

农业文明的发展促使人口出现大幅增长。从公元前10000年左右，人口开始长期上升，人类对土地的开垦利用不断扩张，土地的单位产出也因为农业技术的不断改进而提高。公元前5000年左右，集中的水利灌溉技术最先出现于中东的美索不达米亚平原，此后一系列深耕技术在东西方都开始被使用，比如轮种、选种、育种、休耕、农具的改革、牲畜的使用等，同时也出现了铁制农具、水车、风车等农业工具。为了更好地利用这些新的技术，人类开始提高自身组织能力，建立了城市、国家或更庞大的帝国，城邦、国家间出现了人口流动、掠夺和战争。人畜接触和人口流动导致细菌、瘟疫的传播，引发新的战争。与此同时，人口流动和新的地理发现也促进了贸易和社会分工，大的帝国得以建立稳定统一的市场，先进的技术得以在大范围内更快传播。无论是组织能力、机构设置、还是技术创新，率先发起的地区会得到更多的优势，挑战已有的文明中心，变其地理优势为劣势，进而取代旧的文明中心，成为新的文明中心。整个2.0农业文明一直在前进两步，后退一步的态势下前进、发展。




图6 东西方社会发展指数（公元前**2000**年—公元**1800**年）

来源：Ian Morris, *Social Development*, 2010.

直到工业革命到来之前，农业文明社会的发展轨迹始终遵循着“上升、冲顶、衰落”的循环规律，社会每经过一段时间的发展就会达到一个峰值，

同时触及难以逾越的天花板，之后不可避免地衰落，后退，再上升，触顶，衰落，如此循环往复。

究其根本，农业文明的社会发展存在天花板，因为农业文明有一个天生不足的瓶颈。农作物产生于光合作用，牲畜也要消耗植物，动物产出的热量和消耗的植物能量比例是10：1，所以最终光合作用能够产生的能量上限受制于土地面积和土地的单位产出，在这两者都有上限的情况下，自然资源也就有了上限。而人类在这个时期还不能够控制人口，人使用新能量一个重要的方式就是生育更多的子嗣，所以有限的资源和近乎无限的人口增长决定了人口增长最终只能通过非自然灾难来消化和制约。自公元前约10000年起，这个基本的瓶颈是整个农业社会一直无法解决的问题。纵观整个2.0文明的历史，尤其是近代几千年，做饼与分饼的矛盾不仅一直存在，而且有愈演愈烈之势。

总体来说，人类在农业文明时代面临的灾难主要由这五个原因导致：饥荒、人口流动引起的战争、瘟疫、气候变化、政权失败。土地收成受制于天气，气候变化无论大小都会直接影响农作物的产出。小的变化导致收成减产，造成局部性的饥荒；长期大的变动则会让一些地区的土地收成系统性减缓，必然会引起大规模的人口迁徙，进而引起政权争夺和战争。游牧民族因为蓄养的动物需要消耗大量植物，更受制于天气的变化，加之本身的流动性也强，所以更倾向于掠夺和战争。在几千年的时间里，游牧民族和农业人口对土地的争夺一直是战争的主要原因，而农业人口之间的流动也是人口流动的一个主要源泉。游牧民族的迁移给农业人口带来的另外一个直接结果就是细菌和病毒的传播，和以此引起的严重瘟疫，这是历史上人口消减的最重要的原因。

为了应对这些挑战，在东西方两个文明中心的人类，都开始加强了组织能力，于是出现了城市、国家、帝国。这些社会组织的创新一方面在于创造了和平的环境，促进国土范围之内技术的传播和贸易的扩展，形成共同市场，促进了社会的发展。另一方面，先进政权和落后地区的差异也成为战争、资源掠夺和征服的一个主要原因。气候的变化常常使一些地区的优势显示出来，使得文明的中心发生转移，但是同时新的文明中心的发展又带来了新一轮的挑战，新一轮挑战使文明中心再次迁移。地理的优势和劣势不断转移，整个社会以前进两步、后退一步的态势往前推进。

从历史的轨迹上看，公元前1300年左右，西方的社会发展一度达到了一个区间顶峰，社会发展指数比农业文明开始时增长了6倍左右，东方也增长了4倍左右。但是这时在西方的文明中心出现了第一次全区域性的毁灭——当五大灾难中的数项同时出现的时候，毁灭几乎是必然。

这一次的失败让西方的发展程度在此后的200年里退回到600年以前的水

平，而东方在这一段时间里还在持续发展，这是东方和西方两大文明中心第一次开始拉近了距离，并在此后的发展中表现出惊人的一致。

这一时期欧亚大陆的两大文明中心都开始受到来自北方游牧民族的侵略。此时的北方游牧民族活跃在大草原高速公路——东起中国的东北、蒙古，西至匈牙利的一条长长的欧亚大陆线上，在长达几千年的时间里，他们一直是东西方农业文明最主要的共同敌人。农业文明国家和游牧民族的争夺战争从来没有停止过，但欧亚大陆也因为活跃在大草原高速公路上的游牧民族而被连接在一起。

虽然农业文明面临挑战，但在几千年里至少有三次冲顶，在应对挑战中不断创新。农业文明阶段在制度上的创新首先包括从低级管理国家向高级管理国家进化的过程，主要在公元前1000年到公元前200年左右完成。西方从低端国家过渡到以大流士的叙利亚到色雷斯的波斯帝国为代表的高端政权，再经过希腊的城邦，开始在罗马帝国真正成为集大成者，建立了代表西方最高水平的政权。罗马帝国也因为地处地中海内陆，拥有一个非常方便的内海交通通道，因此在帝国范围之内，形成了一个跨欧亚大陆的巨大的贸易帝国，资源得以最优分配，社会发展第一次达到了农业文明的顶峰。从公元前200年左右到公元纪年，罗马帝国开始进入到顶峰时期。这时距离农业文明的开始，社会发展指数增加了10倍左右。与此同时，东方经过夏、商、周这些低端国家，以及春秋战国对高端政府的过渡尝试，以秦、汉为开启出现了中央集权这一高端管理政权，也建立起一个跨区域的大的帝国。虽然社会发展指数此时略低于罗马，但是当时在东方也处于领先地位。

在农业文明第一次冲顶之后，五大挑战几乎同时出现在东西方，尤其是游牧民族的入侵，加上自身政权的失败，瘟疫流行，使得东西方两大帝国在第一次冲顶之后先后失败，从而引发了整个文明区域的毁灭性倒退。这次倒退在西方持续了上千年，在东方持续了差不多400年。400年之后，东方出现了以唐、宋为代表的黄金时代，宋朝的东方帝国第二次冲到了农业文明的顶峰，达到甚至超过了罗马帝国所取得的成就。但是这一次冲顶之后，农业文明再次被游牧民族（蒙古铁骑）击败，游牧民族政权加上瘟疫流行让宋朝的冲顶又遭失败。蒙古大军横扫整个欧亚大陆，征服了从中国一直到匈牙利、俄国、中东等几乎所有文明中心的国家，也把瘟疫带到了世界的每一个角落。这一次的征服虽然摧垮了宋朝的成就，但是它也把宋朝所代表的高度发展的东方文明传播到了当时相对落后的西欧。当时的宋朝一度达到了文明的顶峰，那时铸铁产量每年大概十几万吨。而直到1700年，整个欧洲的总产量也才达到这个数字。中国当时最重要的技术发明，比如铸铁、火药、指南针、纺车、风车、水车、农业技术等都传到了欧洲。

蒙古大征服的另外一个后果则得益于它所没有做到的事情。蒙古的铁骑到了匈牙利以后就戛然而止，完全没有到达西欧，所以其破坏没有波及西欧，但是技术却传到了西欧，这为西欧成为下一次文明的爆发点提供了一个绝好的条件。当时处在封建征战里的欧洲，在罗马帝国以后，几次试图统一的努力都失败了。欧洲的政权在几百个大大小小的封建王国之间，在基督教皇和王国之间进行了上千年无穷无尽的战争，所以中国的火器到来以后，迅速被发展成火枪和火炮。火枪、火炮反过头来又传回到了东方。几百年以后，在火枪和火炮的帮助下，东西两方在俄国和清朝共同努力之下，将肆虐在农业人口领地上几千年的游牧人口彻底制服。到了17世纪左右，大草原高速公路以1689年中俄之间的《尼布楚条约》为界，彻底被封锁。大草原公路的绝大部分分到了俄国，相当一部分分到中国，中国的国土也从原来的黄河长江流域，扩展到了东北、蒙古、新疆、西藏，从此开拓出一个新的土地边疆，也为中国重新开始社会发展提供了土地资源——尽管这些新开拓的土地和长江黄河流域土地的产出是不可比拟的。

与此同时在西方，从15世纪以后，被蒙古遗漏的西欧开始呈现出朝气蓬勃的新活力，在威尼斯、佛罗伦萨出现了文艺复兴。整个西欧因为中国技术的引进，开始出现了新一轮的社会发展。新的中国技术的引入，再加上马可·波罗对中国的盛赞，引起了西方第一次真正的中国热，导致西方开始寻求东方的财富，为下一次的大航海运动提供了根本性的动力。所以西欧从1500年开始，社会逐渐向上发展，到了17、18世纪，无论东方、西方都再次冲向农业文明所能达到的极限。但是这次，东西两方在冲顶过程中所遇到的挑战和获得的机遇截然不同，从而，东西两方在接下来几百年的命运也截然不同，这也给人类命运指出一条完全崭新的道路。

# 农业文明中的思想革命与制度创新

1798年，马尔萨斯出版了《人口学原理》，指出人口增长永远会超过人类食物生产的能力。随后到来的工业革命让马尔萨斯成了历史上最失败的预言家。但是“马尔萨斯陷阱”却在无意间成为了对农业文明时代最好的历史总结。

农业文明的铁律就是它的瓶颈。每一次文明冲顶后的衰落和毁灭期，都是对当世人的磨砺，让他们经受苦难，感受痛苦。然而痛苦常常也能成为思想革命的源泉。

二战之后，德国哲学家卡尔·西奥多·雅斯贝尔斯（Karl Theodor Jaspers）在思考二战给德国和世界带来的灾难的时候，感同身受地指出，人类的每一次灾难都带来了一次思想革命。他第一次指出在公元前5世纪左右，出现了一次轴心思想革命，并命名为轴心时代（Axial Age）。在东方的中国，孔子开始讲述他的学说，与此同时诸子百家争鸣；在西方文明起源的中东，先知们开始把对世界、上帝的思考记录成《旧约圣经》；在印度，释迦牟尼放弃了皇子的优裕生活，开始和乞讨的人一起生活，和他们共同经历苦难，宣讲他解脱苦难的方法；在希腊，从苏格拉底到柏拉图、亚里士多德，伟大的思想家都在全面地检测个人、社会、国家的意义。

这一次思想革命为人类之后几千年的发展奠定了不朽的思想基础，一直到今天还在影响后人。而这些思想家几乎出现在同一个时期，来自世界上欧亚大陆所有的文明中心，而且思想的指向惊人的一致。他们共同的特点是都处在自己时代文明的边缘，思考的问题都是文明毁灭之后普通人的痛苦、边缘人的挣扎、底层人的呻吟。无论是鲁国的孔子、迦毗罗卫国（Kapilavastu）的释迦牟尼，还是雅典的苏格拉底、流离失所的以色列先知，共同的出发点、核心关怀的对象都是弱势群体、普罗大众。他们共同反对的是腐败、野蛮、欺瞒百姓的统治者和坏政府。因此他们的思想带有很强的革命性，但是他们本身都不是革命者。他们的使命主要是探讨人、社会、国家的终极问题：什么是人的意义？什么是政府存在的原因？什么是好的政权，好的社会？他们也追求人生的意义，追求人在自身生活和利益之外的升华。孔子讲到的仁，释迦牟尼讲到的涅槃，《旧约》讲到的上帝，苏格拉底、希腊哲学家讲的冥想，追求的都是人在这个世界上的升华和意义。这些思想者同时都指出了人和人关系的黄金定律，比如孔子的“己所不欲，勿施于人”，《圣经》讲“己所欲，施于人”，释迦牟尼讲对于世间万物彼此抱有同情。基于这一核心观点，他们所描述的良性社会都建立在这样的人际关系之上。治理有方的政权也必须以人为本，正如孔子、孟子所说“人为重，社稷为轻，君为次”。这些思想家在他们生活的时

代都未获成功，也没有被广泛接受。苏格拉底在民主的雅典被判了死刑，孔子流离失所、终其一生主张都不被接受，犹太人失去自己的家园、在世界各地流离失所数千年，释迦牟尼在世时也没有形成真正的影响力。但是他们思想里的丰富内涵和坚韧力量，却超越了他们的生命本身，直到今天依然滋养着人们的心灵。

第一次轴心时代的思想在人类农业文明第一次冲顶的尝试中都有所体现。东西方几乎同时遭遇冲顶失败，紧接着就进入几百、上千年的黑暗时代，这个时代感受的痛苦，就造成了轴心时代思想的第二波。在中国，佛教被简化之后广泛传播，几乎成为国教；在西方，基督教成为罗马帝国的国教，迅速地在整个西方传播开来；在阿拉伯半岛的沙漠游牧民族中，伊斯兰教出现。

伊斯兰教是一个非常独特的现象，这是唯一一个游牧民族自己创造的宗教，是整个游牧民族自己创造的文化跃升。伊斯兰教的创始人穆罕默德不识字，年轻时一直没有任何突出成就，也没有任何迹象显示出非凡的未来。但是到了40多岁的时候，他开始在梦里定期见到天使加百利（Gabriel）给他传话。起初，穆罕默德根本无法理解自己的梦，在太太的鼓励下，他才开始相信自己已被神选为传声筒，成为先知，所以开始去和别人讲述天使在梦中传给他的话。他传讲的话极富诗意和说服力，迅速吸引了一个巨大的信徒群。在此后仅仅二三十年的余生中，他把一个在沙漠边缘求生的、规模很小的游牧民族组织起来，征服了整个中东、埃及、地中海。他和他的后代创造了世界第三大宗教，建立了穆斯林帝国。按照中国时下的说法，这是一次标准的屌丝逆袭。因为游牧民族文化开始发展较晚，所以在穆罕默德及其后继者统治下，伊斯兰对所有拥有成熟文化的民族都表示出了足够的尊重、容忍和谦虚的学习态度。西方的文化、希腊的文明、罗马的文明得以在穆斯林时代得到保留，而且通过大草原高速公路传到东方。印度的香料、中国的瓷器、丝绸，也通过穆斯林控制的草原高速公路形成的所谓丝绸之路成为东西方之间的贸易品。

第二波轴心时代重点是对灵魂的安慰，呈现方式几乎都是宗教。无论是佛教、基督教还是伊斯兰教，强调的都是来世的解脱，对于现世痛苦的安慰，对灵魂的慰藉。两波轴心时代出现在人类从低端政权进入高端政权的过程中，为后来建立高端政权奠定了思想基础。高端政权在西方以罗马帝国为最初的代表，在中国以汉朝为开端。

轴心时代思想最重要的遗产是高端政府政治制度的建设。中国的轴心时代思想直接导致了中国历史上最伟大的政治制度创新——科举制的诞生。科举制是整个2.0农业文明时代最伟大的制度创新，在整个人类历史上我认为称得上第二伟大的制度创新。

任何帝国要应对农业文明面临的挑战，都需要和平和发展，需要贸易，只有贸易分工才能让农业和手工业在不同的地区最优地分配资源。特别是在农业文明的天然瓶颈和有限资源的制约下，最佳的资源分配显得更为重要。因此国家越大，人口越多，地域越多样化，应对挑战的能力就越强，人类政权从低端政权向高端政权转移也是必然。但是所有高端政权在建立起来后都需要解决如何有效管理政权的问题。传统上的政权方式是以血缘为基础，谁打下了江山，谁的血缘关系就变成了权力分配的最根本依据。但是血缘并不确保能力，尤其不能够保证几代以后掌握政权者的能力，所以这样的政权都不能够持续。管理好政权需要精英政权、任用贤能，可是任用贤能的问题在于没有办法保障忠诚和政权稳定。特别是能力强的军人如果又掌握着权力，自然会威胁到政权本身的和平。人类要应对农业文明五大挑战又必须要建立一个伟大的帝国，而有效管理庞大帝国的办法一直是一个难题，直到中国在轴心时代思想基础上发明出一种创新制度——科举制。

科举制以人的学习能力、知识水平、行政能力作为考核的根本，用公平、透明、公开的方式提供给所有人机会，而不受出身背景或血缘关系的限制，从社会各阶层的人才中选拔出优秀能干的人，并凭考核结果分享政治权力，另外通过政府考试的方式统一官方意识形态，以保障所录取的人才对政权的忠诚。这样的选拔和考核制度，可以保证选出的人才既有全面能力，能服务百姓，又能效忠政权。由文官管理武官，保障政权不受挑战。从思想意识形态上，士大夫既效忠皇权政统，又追随儒家道统。既为百姓，又为皇权，兼为个人实现理想抱负，养家荫子。这几乎是一个完美的制度尝试。科举制起源于两汉时的荐贤尝试，经过几百年的实践后，到隋朝正式确立成为制度，为此后一两千年里管理中国这个庞大的帝国提供了最坚实的保障。这也为中国从汉后的400年战乱中重新崛起提供了基础，也让东西方在汉朝和罗马帝国衰落后的命运截然不同。从公元500年到公元1770年左右，中国领先西方大概1200年，科举制这一创新正是助跑中国领先的重要原因之一。这一制度的确立使得中国在大体上解决了作为庞大帝国的行政问题，保障了长期的和平环境，形成了大规模的贸易市场，促进了技术交换和广泛应用，发展了文化，也拥有了应对饥饿、瘟疫、外族侵略的能力，让中国在之后1000多年里领先于世界上几乎任何其他国家。甚至到工业文明时代，大英帝国开始建立的时候，也借鉴了中国的文官制度，建立了自己的文官系统。今天无论是美国的军队，还是其他采用文官系统的政府或是非政府组织都多少受到了中国科举制度的影响。

科举制度虽然在极大程度上解决了帝国的政权问题，但它的核心缺点是皇帝这个最高领袖的选择。文官系统的发明，根本目的是为了延续帝国统治。但是皇帝必须以血缘传承。如果皇帝能力优秀，整个帝国的力量就可以充分发挥出来，这一点无论是在文景两帝，还是汉武帝、唐太宗、宋太

祖这些时代，都被一再证明。但是血缘无法保障能力，无法避免皇位传给无能子嗣，因此就无法避免弱君、昏君的出现。在他们掌权时，政权也不可避免地走向内斗、腐败。不稳定的皇权传承影响着朝代的兴衰。但是无论一个朝代如何在管理细节上创新，都保持了科举制这一基本的政治制度。这一制度从汉、唐起影响中国政治，直到今天。

轴心革命时代的另外一个重大的遗产是思想的多样性，在中国有百家争鸣的不同理念，希腊亚里士多德所关心的问题从科学、玄学、法律、政权到逻辑，演说内容广泛多样。思想多样性的出现，尤其是其中理性一支的出现发展出思想的另外一条重要轨迹。思想不仅仅是建立公平社会和政权、安慰灵魂的手段，从希腊的“为知识而知识”开始，思想本身成为人追求的目的。人类在思想上的进步逐渐发展出近代的科学，从此开始真正主宰世界。这一支理性的思想为人类发展指出了另一个伟大的方向。

# 美洲大陆的发现及其划时代影响

农业文明时代，地理位置一直是西欧的软肋。当时西方的中心虽然已经从中东转移到地中海、南欧，但是西北欧依然很落后。不仅如此，它离富足的中国和印度也非常遥远。15世纪的欧洲人对马可·波罗笔下天堂一般的中国充满向往，希望能打开与印度和中国贸易的通道。当时西方和东方的贸易通道主要是在陆地上经由中东，而此时中东已经被穆斯林占领，又因为基督教与伊斯兰教的战争很难通过。唯一能通商的是一些零散的欧洲商人，比如威尼斯商人，通商的货物主要是印度的香料。为了找到前往印度、中国的海路，西方开始了大航海时代。葡萄牙的达迦马最初绕过非洲好望角建立了一条通道，接着是哥伦布出海，他抱着绕过大西洋直接寻找亚洲的希望，意外发现了一块全新的大陆。他误以为自己到达了印度，称当地人为印第安人。这次发现不仅改变了欧洲的历史，而且彻底改变了整个人类的历史轨迹。

人类第一次进入美洲是公元前15000年，当时出走非洲的人类祖先通过西伯利亚的大陆架直接步行进入到美洲，但是在公元前12000年以后，由于冰川纪的结束，全球变暖，海平面升起，这座大陆桥不复存在。所以在此之后的一万多年里，整个美洲由于被太平洋和大西洋所孤立，完全和其他的文明脱离了关系。虽然它自身的气候条件很好，但几乎没有适合农业、畜牧业的野生植物和动物，农业和畜牧业的资源非常贫乏。适合农业的植物只有4种，适合畜牧业的动物一种都没有，本地产量最高的玉米又不易育种，须经过十几代才可以改良。所以它发展农业文明的先天条件极其恶劣，起步比别的地方落后，种植业发展速度也极其缓慢，畜牧业根本就没有发展起来，因此社会组织的发展程度也很低。

当欧洲人到来的时候，美洲大陆只有墨西哥和南美有两个较大的政权，且都是比较初级的政权，欧洲移民的相对优势显而易见。这时的欧洲因为连年的战争已经具备了丰富的战斗经验和强大的战争组织能力，在技术上有铸铁和火枪火炮，所以当地土著人的抵抗必然以失败告终。但是欧洲人带入美洲大陆最厉害的武器还不是铸铁和枪炮，也不是战斗能力，而是他们身上携带的病菌，和他们带来的牲畜身上的病菌。人类在过去几千年和病菌的战斗中逐渐开始占据上风，但是代价惨烈，黑死病一次性让欧洲损失了三分之一的人口，其他的疾病，比如天花，在中世纪时也造成将近10%的欧洲人口死亡。虽然活下来的人身上已经有了抗体，但是这些病毒和细菌并没有消失，一直和人畜并存着。这些病菌对于身经考验并携带抗体的欧洲人已经没有什么威力了，但从来没有经历过它们的北美人对这些病菌则完全没有抵抗力。哥伦布到达美洲之后，只用了几代人的时间，就让75%的美洲当地人丧生于细菌。

原本就人口稀少、政权形式低端的美洲大陆，在欧洲人到来后政权被彻底摧毁，原住民几乎被细菌全部消灭。欧洲人在16世纪初期发现自己继承了一个崭新的大陆，而且令他们惊喜的是，这个新大陆的自然条件非常好，适合种植农作物，发展畜牧业。且新大陆的面积是西欧的将近9倍，拥有丰富的自然资源，比如大量的白银及其他矿产资源。这个新大陆彻底改变了欧洲的经济状况，从16世纪到18世纪，仅西班牙就从南美运回了50吨白银。美洲的发现还一举解决了西欧的土地瓶颈，为人口流动提供了新的可能，尤其对那些在本国受到迫害，家里没有继承权的边缘失意人来说，美洲很快变成了他们更好的出路。加之美洲土地肥沃，适宜种植任何农作物，欧洲人就用少数奢侈品到非洲去换来奴隶，让奴隶在美洲种植蔗糖、棉花、树木，再把农产品运回到欧洲，把新的工业品运回到美洲。这个过程形成了一个巨大的、环大西洋的贸易圈，迅速让欧洲经济在16世纪后活跃起来，为欧洲经济突破农业经济瓶颈创造了条件。

不同的欧洲殖民国家对美洲移民的态度也有所不同。早期的殖民国家西班牙、葡萄牙并不重商，集权的王权只是把本国的商人当成提款机，所以新大陆也就成为皇室掠夺和获取白银的渠道。西班牙皇族规定，如果有人征服了美洲任何一个地方，只需把所获的20%上缴给皇室即可。皇室收来的白银则主要用于供给持续了几百年的欧洲内部战争。但是与此同时，西北欧的一些国家却开始以一种不同的方式对待新的大西洋经济，其中最典型的就是荷兰和英国。

英国从1215年《大宪章》开始一直在削弱君权，此后的议会不断从皇权中分权，15世纪以后，任何有一定数量财产的公民都可以通过选举成为国会的下议院成员，所以下议院逐渐成为成功商人的代言。到了17世纪，经过一系列下议院和国王的内战，今天的议会制得以初步建立；1688—1689年，经过一场不流血的政变，一位荷兰王子坐上了名义上的皇位，并签署了《权利法案》，标志着人类历史上第一个君主立宪有限政府的成立，第一个重商的宪政国家的出现。这个政府的权力主要是在下议院，代表商人利益，有产阶级可以选取自己的人员加入，这使得英国在17世纪成为一个重商的社会。这时的英国在北美的经营就表现出和西班牙、葡萄牙在南美的经营完全不同的模式，英国建立起来的移民国家以代表商人利益、保护私人财产为根本目标，新大陆的移民也主要以追求财富和宗教自由为终极目标。在英国和其新建立的移民国家的参与影响下，环绕大西洋的经济成为一种特殊的、史无前例的经济形态。这时，在有限政府的支持、保护下形成了一个跨大西洋的、全球性的自由市场经济，它完全由自由的商人和资本家来掌控。

美洲大陆及大西洋经济的形成给整个欧洲大陆的知识分子提出了一系列新的问题。因为航海时代的到来和新大陆的发现，这个时代的人们开始面临

一些最根本的技术问题，无论是对地理学、地质学、生物学、航海技术、天文学，还是对政府的本源、经济的本质等等，都提出了一系列新的问题。此时欧洲的知识分子们试图去找到这些问题的本源，希望以一种机械式的观点来理解这个世界。如果说一两百年以前的文艺复兴还是人们希望在过去的圣人典籍中得到答案的话，此时的启蒙运动中，人们已经不满足于现有的知识，强烈需要提出一种新的知识体系和世界观，解释新大陆所带来的新问题，需要以观察、实验为基础，能够反复被验证，也能用来预测的更牢靠的知识。就是在这样强烈的社会需求下，1687年牛顿出版的《自然哲学的数学原理》开始了一场现代科学革命，带给欧洲人一种全新的世界观，并开启了一个全新的时代。它把世界理解成一个像钟表一样机械的、可预测的，由原理、定律来控制的世界。在这种世界观之下，人们开始对于经济、政治、人文、宗教、文化、社会等几乎所有人类文明领域使用同样的理性、科学的方法来进行批判性的思考，试图寻找它们隐含的定律。由此开启了一场持续100多年的启蒙运动。

环大西洋的新型的自由市场经济和科学革命一起，为现代化的诞生提供了根本的条件。

## 现代化的诞生

历史的长河里常常有一年格外特殊，一系列重要的历史事件集中发生，让这一年成为时代的分水岭。1776年恰恰就是这么一年。这一年，看起来毫不相干的三件事发生了，亚当·斯密（Adam Smith）在英国出版了《国富论》，美国的国父们发表了《独立宣言》，瓦特在伯明翰宣布制造了世界上第一台蒸汽机。这三件事合在一起，使这一年成为人类文明的分水岭，从此之后整个人类文明再次跃升到了一个新的阶段。

亚当·斯密的《国富论》讨论的核心问题是大西洋经济的本质。在大西洋经济存在100多年后，亚当·斯密希望知道，这样一个完全不受政府管制的经济能不能够持续成功。这种经济形态史无前例，如果没有美洲大陆原来完全无政府的状态，如果没有英国独特的历史，如果英国商人没有因为大西洋经济而迅速地成为有力量的社会成员，英国的国会也不会在17世纪有如此强大的力量去主导政治。这个新经济实质就是在英国、荷兰和大西洋另一端的北美洲，形成了一个环大西洋的，以有限政府、完全资本主导的自由贸易的经济。亚当·斯密本身是一位道德哲学家，思考问题总是从道德、特别是社会的公益出发。所以他从社会福祉角度思考了自由市场这只“看不见的手”。他试图证明，个人完全出自个人私利的动机，不需要高尚的动机，通过自由竞争，就可以让产品更加丰富，成本更低，社会资源分配更加有效率，从而使整个社会的财富增加。这个过程就好像有一只看不见的手在引导整个社会走向更加合理的方向。这只看不见的手，对应的是政府这只看得见的手。事实证明政府不需要在自由经济的活动中干预，就可以让社会的经济达到最佳的效果。所以他的结论就是政府在经济活动中合适的角色就是不干预、不作为，政府的主要功能是保护私人财产，保证自由竞争存在，反对垄断，保证自由市场的秩序，在国际间推动自由贸易。

亚当·斯密的后继者李嘉图（David Ricardo）基于对社会分工的分析进一步阐述了自由贸易的优势。在自由贸易和社会分工中，即使交换双方有一方在各方面都更具优势，分工和交换还是对双方都会有好处。这是一个很深刻的洞见，解释了为什么贸易会带来繁荣和财富，并且市场越大，贸易带来的财富增量也越大。

亚当·斯密的理论发表时，大西洋经济已经存在了100多年，但是各国就政府应该如何对待这样一种经济，尤其是这种经济体制未来的方向，尚未达成共识。在欧洲大陆，最有影响力的学派还是商本主义，基于贸易零和分析，主张高关税贸易壁垒。但是亚当·斯密的理论对英美形成了长期持续性的影响。英美两国的政府功能，尤其是对殖民地的态度，和其他殖民地的强权表现出了很大的不同。英美两国开始在全球推动自由贸易、自由市

场，这一政策为3.0文明在世界的传播和发展，甚至今天全球性市场的形成都产生了深远的影响。

同时代的其他一些政治经济学家从劳动力来解释价值的创造，其中最有影响的是马克思。他认为人的劳动最终创造了一切价值，但是劳动的果实不公平地被资本家剥削，预测这种剥削最终会导致资本主义的经济危机，让世界进入到一种新的形态，即共产主义。然而就在马克思写完《资本论》，笔墨未干的时候，身处英国、欧洲其他国家、美国等——几乎全球资本主义——环大西洋经济的劳动者的工资出现了一两百年的长期的上涨。资本主义就像亚当·斯密预测的那样，最终造福了几乎所有的人：资本家、劳工、生产资源所有者、消费者。

1776年美国的独立让人类拥有一次机会，可以在启蒙时代对于社会、自然、人、经济本源的科学理解基础之上，建立一个全新的政权。美国国父都深受启蒙运动影响，所以这个新政权的经济准则深受亚当·斯密的影响，政治上的准则受约翰·洛克（John Locke）的影响。1776年，美国建立起的是一个实行宪政的有限政府，政府的根本目的在保护财产，政府的合法性来源于民众的授权，主权在民，而政府非常小，目标、手段、授权都非常有限，完全为了维护自由市场的秩序和扩大自由市场、保护商人的利益、保护私人财产及公民个人自由而存在。比如华盛顿领导的第一届美国联邦政府开始只有几十人，下属四个部。每个部长其实就是总统在这一部门的大秘书。所以美式英语中，“部长”与“秘书”是同一个词。一个拥有这样原则的政府，在如此大的国土面积上进行实践，这就保证了新的大西洋经济有可能成为未来人类文明发展的基础。

《国富论》和美国独立都在一定程度上改变了人类历史，但第三个事件给人类历史带来的变化更为巨大，那就是蒸汽机的发明。这一发明第一次让热能和动能可以在几乎无损耗的条件下完全地转化。牛顿已经证明能量可以在所有形态中，在理想状况下，以守恒的方式来转换。但是在瓦特蒸汽机被发明之前，能量的转换效率从来没有超过1%，瓦特的蒸汽机一下子把这一功率大幅度提高。当时石化燃料已被发现，这个地球为人类储存了几亿年的礼物比自然界可食用的农作物和可驯养的动物更加威力强悍，所蕴含的能量几乎无穷无尽。蒸汽机把这些能量丰富的石化资源以最高的效率，在几乎无耗损的情况下直接变成动能。人可以掌控的动能，从原来肌肉的几倍，迅速变为几百倍、几千倍、甚至无穷。石化能源到动力能源的转换让人对机械的掌握达到了一个空前的状态，工业革命从这一次的动力革命正式开始，科学和技术形成了良性循环，互相影响，互相推动，让人对自然的掌握在短时间内达到了一个空前水平。科学技术和现代的大西洋自由市场经济结合，又释放出更加惊人的力量，迅速变成财富，迅速转化成新的生产力，迅速转化为产品，迅速把以前只有皇室享有的产品用最便

宜的手段生产出来，供给每个人，在很短的时间里形成了消费者社会。

现代科技和现代自由市场经济的结合就形成了人类历史上最伟大的制度创新，这一次制度创新让所有的人都有可能实现自己的才华，得到自己应得的物质财富。科举制虽然实现了靠智力和管理水平分配政治权力，但是通常人对于经济财富的追求更甚于政治权力，因此政治精英又会把政治权力转化为经济结果。虽然科举制下的政治治理权力是相对公平的，但是当政治权力被转化成经济财富分配的时候，一般人就会认为它不公平，是腐败。而自由市场经济给每个人提供了真正的平等机会，人人能够获得自己应得的经济果实，彻底解决了人类最大的需求。人类就本性而言情感上追求结果平等，理性上追求机会平等。人对于结果的平等，永远抱有既不能实现，也不能放弃的梦想，但是人真正能够接受的却是机会的平等。所以凡是能够创造机会平等的制度，都是最伟大的制度创新。

人类就本性而言情感上追求结果平等，理性上追求机会平等。对结果平等的追求使得人类文明的任何进步都会最终传播到地球的每一个角落；建立了提供机会平等制度的社会都会繁荣进步、长治久安。

到目前为止，人类第二伟大的制度创新，是以学问、学识、能力为基础来分配政治权力的科举考试制。而最伟大的制度创新，就是在现代科技基础之上的自由市场经济。这一制度创新让人类最终迈入了一个全新的文明阶段。

# 现代化有没有可能在中国诞生

回顾中国几百年的历史，人们常常会扼腕痛惜：为什么现代化没有在中国诞生？！这不仅让中国人惋惜，也让了解中国历史的许多外国人困惑不解。英国剑桥中国科技史专家李约瑟（Joseph Terence Montgomery Needham）终其一生研究中国的科技文明史，熟知中国历史上的科技进步，也因此提出了著名的李约瑟之问：为什么现代科学技术没有最先在中国诞生？

西方近代的发展史从文艺复兴开始，多才多艺的人被称为文艺复兴人（Renaissance Man），中国历史上也有这么一个文艺复兴人。他在物理学、数学、地理、地质、天文、医学、化学、农学、气象学等诸多领域的成就在当时都是领先世界的。他最重要的科学成就是发现地球偏磁角，发明了历史上最先进的指南针，为后来的大航海时代提供了最精确的指南。他不仅是那个时代最伟大的科学家之一，同时也是一位工程师、发明家、实践家。他的发明如水渠的枢纽，现在还在被使用。他把100多平方公里的沼泽地变成肥沃的粮田。他绘制了全国的地图，最早使用“流水侵蚀”的概念，正确解释了雁荡山峰的成因。他还发现了石油，并预言石油在未来经济中的重要作用。同时他担任过国家天文台台长，重新修订过历算，参与过全国性的经济改革并担任过财政部长，还是一个优秀的外交家。此人即使和文艺复兴人达·芬奇，或者美国的富兰克林相比也毫不逊色。他生活在意大利文艺复兴之前500年的中国，他就是宋朝的沈括。他所生活的时代恰恰是中国的文艺复兴时代。

在沈括生活的宋朝，士大夫开始摈弃佛教带来的消极遁世情结，认为人生的意义在于今世的作为，而真正的士大夫应该先天下之忧而忧，后天下之乐而乐。这个时期出现了一系列了不起的文学家、科学家、社会活动家、改革家。科学技术在这个时代得到了突飞猛进的发展，中国四大发明中有三项出现在宋代：印刷术、火药、指南针。这时候铸铁的产量之高，一直到700年之后的1700年，才被整个欧洲的铸铁总量赶上。这时风能和水能被应用于纺织机，人们也已了解机械活塞运动，以至于李约瑟一直很奇怪，为什么在此基础上中国没有出现蒸汽机。可以想象，在当时现代科学已经有可能，也最可能在中国发生。然而正当西方的文艺复兴后大航海轰轰烈烈展开之时，宋朝初期的新儒学却在一两百年之后转向新儒学的另一支——宋明理学，让中国转而进入一个保守的思想禁锢的时代。妇女开始裹脚，科举考试的内容不再像王安石时代包括天文历史地理经济，而是仅仅集中于考察古典，凡读中国史者至此无不扼腕。

在思想开始受到禁锢的同时，宋朝的社会发展还一直在持续进行。人口第

一次达到了亿级，首都达到100万人口，已经超过了当年罗马的辉煌。这一盛况在明朝得以延续，朱元璋为了对付自己最主要的政敌，组建了一支全世界最大的海军。郑和七下西洋，率领240多艘海船、27400名船员出海，哥伦布四次出航总共只有30艘船，1940人，而且郑和要比哥伦布早70年。如果说在沈括时代，技术还不足以让船队跨越数千英里的大西洋，那么到了郑和时代，技术已经足够让船队航行到世界上任何一个地方。那么为什么郑和没有发现美洲？或者至少他可以在南洋、太平洋、印度洋西岸形成一个像大西洋经济圈一样的环太平洋经济圈。然而历史的事实却是，在1492年哥伦布发现了新大陆的同时，明朝宣布了禁海锁国，郑和的航海记录被毁。

明朝的中国再次失去了进入现代化的机会，那么清朝是否可以把握希望？传教士已经在明朝末期开始慢慢把西方科技传播到中国，康熙本人也花了很多年向传教士学习最先进的数学，甚至建立起了效仿法国皇家科学院的蒙学馆。可惜康熙最终得出的结论是：虽然西方的数学在某些方面比我们还强，但是数学的原理毕竟源于道德经，所以他们掌握的知识也只是我们所掌握的一部分。《康熙字典》总结了八十几万本书，建立了世界上最大的百科全书，康熙对中国学问的信心可见一斑。

到了乾隆年间，新大陆已经被发现，大西洋经济已经形成，中国有没有可能参与到当时的大西洋经济，学习最先进的科学技术呢？历史确实给中国提供过一次这样的机会。1793年，抱着对东方这个古老帝国马可·波罗式的幻想，英国乔治三世的表兄马嘎尔尼勋爵带领一个代表团，从广州进入中国，通过一年的旅行到达北京，觐见乾隆。他带了19种不同类型的590件礼物，其中也包括世界上最先进的天文地理仪器、枪炮、车船模型和玻璃火镜。这一次的见面本可以让中国最终参与到波澜壮阔、生机勃勃的大西洋经济中，然而乾隆却用回信再次将这一机会拒之门外：“天朝扶有四方，惟励精图治，办理政务，珍奇异宝，并不贵重。尔国王此次赉进各物，念其诚心远献，特谕该管衙门收纳。其实天朝德威远被，万国来王，种种贵重之物，梯航必集，无所不有。尔之正使等所亲见。然从不贵奇巧，并更无需尔国置办物件。是尔国王所请派人留京一事，与天朝体制既属不合，而于尔国亦殊觉无益。特此详晰开示，遣令该使等安程回国。尔国王惟当善体朕意，亦励款诚，永矢恭顺，以保乂尔友邦，共享太平之福。除正副使臣以下各官及通事兵役人等正赏加赏各物件另单赏给外，兹因而国使臣归国，特颁敕谕，并赐赉尔国王文琦珍物，俱如常仪。加赐彩缎罗绮，文玩器具诸珍，另有清单，王其祗受，悉朕眷怀。特此敕谕。”至于同上的机会，“这与天朝制度不合，断不可行。”马嘎尔尼在此行之后也得出了自己对清朝的结论：“这个政府正如目前的存在一样，严格来说是一小撮鞑靼人对亿万汉人的统治，自从北方或者满族征服以来至少100年没有改善、前进，或者更准确地说反而倒退了，当全世界科学领域

正在前进时，他们实际上正在成为半野蛮人。”

读中国近现代史，中国人常常不由自主地思考为什么现代化没有在中国最先诞生，试图寻找一个可以说服自己的解释。但在我看来，这些问题都是伪命题。事实就是，现代化的3.0科技文明不可能在中国诞生。如前文所述，3.0科技文明诞生的最根本原因是大西洋经济的形成，其最大的特点就是在几乎无政府的状态下发展起来的自由市场经济。这种经济体制和以往任何文明、国家所诞生的经济体制都截然不同，因为私人资本在其中所起的核心作用，及有限政府的保障作用：保障私人财富、私人资本以及自由市场经济运行的基本规则。这样的经济体之所以能在17世纪以后，在环大西洋周边形成，完全是历史的安排。在大西洋一侧的美洲，土著人被消灭光，新移民为商业而离开故土，被新家园提供的巨大商业空间所吸引，所以必然会迅速地投入到商业活动中。在大西洋另一侧的欧洲，则是英国这个传统君权最弱的政体和由此发展出的一个由商人代表的商人政府，这一点在中国完全无法想象。自从汉代的帝国建立以后，随着隋朝的制度创新，士大夫科举制的形成，中国的王权政权已经是全世界最发达、最稳固的政权体制，2000多年没有变化，甚至直到今天，让政府没有自己的政治意图、不参与经济活动也是不可能的。

相比之下，美洲政权既无内忧，也无外患。大西洋和太平洋基本上阻挡了任何外来敌人，本土的原住民基本上被细菌消灭。这就让政府不需要担当除了保护私人财产之外的任何责任。而中国政权一直要对付外来游牧民族的侵略，每到财政出现问题的时候，商业阶层就成为政府的提款机，商业活动总是为国家政权的存在和目标而服务，而不是与此正相反的大西洋经济模式。

没有发现新大陆，就没有大西洋经济；没有搞清机械世界的动力原理，就不会出现启蒙运动的思潮批判旧的思想，拥抱全新的思想；没有这种思潮，就很难出现对科学的需求；没有发展起市场经济，也很难出现职业的科学家、技术发明家来满足经济发展的需求；没有现代科学的出现，很难想象工业革命的发生；没有工业革命的出现和传播，也很难想象大西洋经济能够迅速地形成统治全球的力量。

自由市场经济和现代科技，是当时的中国都不具备的条件，其中最关键的是不具备自由市场经济条件，政府无法不扮演主导作用。西方能够意外发现美洲，初衷其实是为了找到中国，而中国作为当时最发达的文明中心，没有任何探索西方的动力。加之太平洋的直线距离有大西洋的两倍之多，再加上太平洋的流向使得它的航行距离又是直线距离的近两倍，更增加了航行的困难。中国既没动力，也没有所需的技术在全世界寻找一个比它更富足的地方。所以从地理位置上来看，西欧最有可能率先发现美洲，率先发现美洲，就更有可能形成大西洋经济；有了大西洋经济，才有了对现代

科技的需求；有了这样的需求，才有可能出现现代的科学和技术；现代科学技术和大西洋经济的结合，才可能铸造出现代文明。英国、美国能诞生现代文明，是得益于历史原因，它们的政府是有限政府，为商人服务，而中国从汉朝以后，就不可能存在这样的政府了。

所有地理、历史的原因都让西欧最有可能成为3.0文明的诞生地，而现代3.0文明在中国诞生的可能性非常之小。这就像2.0文明的诞生，两河流域的自然界里存在更多的可以适合发展农业的植物和动物，所以2.0文明最有可能在两河流域诞生。因此，尽管中国与现代化失之交臂的这个问题在近代中国人情感上无数次掀起波澜，但这实际上是一个伪命题。

## 现代化的传播与现代化的道路之争

综观19世纪的世界历史，始终有一条脉络贯穿着所有国家的命运，这条脉络正是这个世纪的主题——不是主动进入现代化，就是被动卷入现代化。在文明的中心，以英国为主导的现代化过程开始进入一个高速发展期。瓦特发明蒸汽机后不到100年的时间里，一台蒸汽机的力量已经能够超过4000万人的肌肉力量的总和，而且似乎远未达到上限。蒸汽机和煤炭结合的强大力量促使其他领域接连爆发革命：开始于纺织业，接着进入到钢铁、轮船、铁路，接着转入无线传输、电报、电话。在19世纪末、20世纪初，德国和美国又开始领导第二次工业革命，开始了内燃机和石油的结合，随之而来的是汽车、飞机的问世。自此以后，石化资源成为主要动力。汽车、飞机、轮船，铁路、电话、电报、无线电通信、收音机，让整个世界瞬间缩小。人、货物、信息在全世界范围内流动，市场也随着商品进入到全球，整个世界成为一个大的市场。以英国为领导，在整个19世纪，受到亚当·斯密和李嘉图影响，很多国家的政府在对外政策上都采取了鼓励自由贸易的态度，在全世界范围内开拓新市场，打破国家地区的贸易壁垒，在全球范围内整合资源，首次建立了一个以英国为主体的全球市场体系。以黄金为后盾的英镑开始成为了全球的基本货币，其他国家也把货币和黄金和英镑捆绑，以此形成一个全球的金融体系。对于位于科技文明中心的英国、美国、西欧，19世纪实在是一个黄金时代。

对于处在现代化文明边缘地区的国家和人民而言，19世纪则是一个完全不同的故事。就像农业文明的传播一样，科技文明传播的方式也是先进地区对落后地区的殖民，落后地区对先进地区的模仿，或者两者共存。这个过程给居住在落后地区的人带来的不仅是进步，也是灾难。北美、澳大利亚的原住民几乎被欧洲人带来的细菌全部消灭，非洲、印度、南美沦为完全的殖民地，中国变成半殖民地。东方原有的文明中心中，只有日本选择了主动现代化，率先在19世纪后工业化，逃脱了被殖民的命运。对于那些没有被工业化纳入到现代化文明中心的边缘国家而言，被现代化的过程带来的生活改善远不如痛苦巨大，它们最终没有选择地成为全球经济一部分。比如1876年、1896年到1902年，印度季风突然减弱，原本只是坏天气造成的庄稼歉收恶化成灾难性的后果，导致印度、中国、非洲大概有5000万人死于饥饿和瘟疫。

现代化文明的传播有两个显著的特点：第一是原来社会发展水平、文明程度高的农业中心，工业化的速度也快；第二是那些被完全殖民的地区，比没有被殖民或者半殖民的地区发展的速度要慢。比如日本，原来社会发展水平高，且没有被殖民，所以最先实现了工业化。中国原来的发展水平很高，被部分殖民，所以发展速度次之。而印度、撒哈拉沙漠以南的非洲工

业化速度非常慢，直到今天才刚刚开始。

地理位置决定了3.0文明不能最先在东方诞生，但并不意味着它不能在亚洲传播和被复制。在这些历史关键时期，不同国家的境遇，不同的最高领袖所做的不同选择，在不同的国家导致了迥然不同的结果。日本和中国的鲜明对比正是这方面最好的例子。

日本在明治维新以后开始进入一场全面西化的运动，从文化、经济、技术、科学、政治一系列领域全方位地学习西方，一方面保持着和西方稳定和平的关系，一方面动员全部社会的资本，进行了一场全面工业化的运动。在日本历史上，这是第二次如此全面地学习先进国家的经验，第一次是发生在中国唐朝时期的全面中国化。

中国在鸦片战争后不久被卷入太平天国将近20年，死亡人数近2000万，几乎耗尽了国库。此后的自强运动、洋务运动不断被内外因素干扰、中断，比如义和团运动，八国联军入侵，中法战争，尤其是中日甲午战争，彻底摧毁了刚刚建起的中国海军。1868年之后，经过30多年的明治维新，日本初步完成了工业化，1889年完成了宪政改革，1895年在工业化不到30年后击败了清军，又在1905年击败了西方强权之一——俄国。日本用不到40年的时间完成了整个工业化过程，而与此同时的中国，在1861年到1908年这段现代化最关键的时期，都处在慈禧比较昏庸的统治之下。1840年虽然英国的钢铁战舰“强敌号”打开了中国的国门，逼迫中国睁开双眼面对3.0文明的到来，但是在中国被现代化的过程中，真正的“强敌”却是日本。工业化以后的日本，认为自己已经有能力统一整个原来的东方文明中心，并以此为基地与西方抗衡，因此发动了全面的殖民战争，一直到1945年的二战失败。从1895年到1945年，中国一直处在日本的威胁之中。1861年到1945年的中国，先后被庸政、外患和日本侵略耽误了将近一个世纪，一直到1949年才有了主导自己命运的机会。

如果说19世纪是现代化和被现代化的世纪，那么20世纪也可以被认为是现代化道路之争的世纪。这一次的争论是从原来现代化中心的失败开始的。20年代末，因为一场股市大崩溃和其后一系列美国政府财政金融政策的失败，处于中心地位的美国经历了一场延续数年的经济大萧条，失业人口高达25%。这次大萧条因为全球化的贸易、金融和经济波及到了世界每一个角落。自从亚当·斯密发表《国富论》，大西洋经济全面传播之后，看不见的手好像第一次失灵了。新当选的美国总统罗斯福出台了一系列新政，试图弥补失灵的自由市场。英国的经济学家凯恩斯（John Maynard Keynes）又从理论上全面阐述了看得见的手，即政府政策在自由市场经济中的作用。此时挑战大西洋经济的另一种声音出现在了3.0文明中心地带的一些国家。德国、日本都开始认为看得见的手比看不见的手更能直接地解决目前的危机。马克思的后继者甚至进一步认为，看不见的手之所以看

不见是因为它根本不存在。所以无论是苏联的计划经济，还是德国和日本的国家资本主义经济，都试图开辟出市场经济之外的另一条道路。这两种模式之争，最终导致了人类历史上最为庞大、最为惨烈的世界大战，无论在3.0文明中心还是边缘的国家都被卷入战事，无一幸免。

二战以及其后冷战的胜利，最终让英美经济模式取得了彻底的胜利。苏联解体之后，前苏联、东欧国家加入全球市场，中国也从70年代末开始从逐步到全面拥抱市场经济。自大西洋经济出现以来，自由市场经济模式第一次在全球畅通无阻。二战和冷战的另外一个后果是让英美的政治模式——宪政民主也开始在西欧、东亚、东欧、南美，甚至印度被广泛地接受和模仿。

中国在1840年以后一直处于战争和昏政双重影响之下，一直到70年代末开始，才进入到市场经济和科技发展并行的时代，并在此后的40年时间里，GDP飞速增长了100多倍，以前所未有的速度工业化、现代化。如今虽然与先进国家仍有一段距离，但是已经显示出全面追赶的趋势。

## 现代化的本质和铁律

英国政治经济学家李嘉图发现，当进行社会分工和交换的时候，最终创造出来的价值反而更高。他用两个人的交换来比较：两个人做两件不同的事，即使第一个人两件事都比第二个人更有能力，可是当他集中精力做他更有能力的第一件事，让第二个人做他相对更有能力的第二件事，他们创造出来的价值，互相交换后合起来反而更多。他的定律说明社会分工、社会交换会创造出利益，从根本上解释了为什么贸易从古至今都是财富创造的一个重要源泉。如果进一步推论1＋1＞2，那么同一市场中增加的、交换的人数越多，市场越大，创造出来的增量就越多。所以自由市场本身就是个规模经济。

在现代3.0文明时代，由分工交换产生的增量又进一步被放大，这是因为人的知识是可以积累的。单纯的商品、服务的积累不太容易，但人的知识积累比较容易。知识思想交换时出现的情况是1＋1＞4。不同的思想进行交换的时候，交换双方不仅保留了自己的思想，获得了对方的思想，而且在交流中还碰撞出火花，创造出全新的思想。3.0文明的最大特点就是科技知识与产品的无缝对接，知识本身的积累性质，使得现代科学技术和自由市场结合时，无论是效率的增加、财富增量，还是规模效应都成倍放大。知识增长的程度几乎无限，且一直处在一个爆发的状态。在过去100多年里，人类知识量大约每10年就会翻倍。由于知识近乎无限的爆炸性增长，最新科技能够提供的产品几乎是无限的，能够降低的成本几乎也是无限的，这就和人需求的无限完美地结合在一起，形成了一个不断累进增长的现代化经济。

通过自由市场机制，现代科技使产品种类无限增多，成本无限下降，与人的无限需求相结合，这样就产生了现代3.0科技文明。经济开始以累进的方式增长，似乎毫无上限，这是在整个人类历史上从来没有过的现象。整个经济进入到了一个可持续的累进增长的状态，这种状态就是3.0科技文明的状态，也就是通常人们讲的现代化。社会鼓励现代科技的学习、传播和创新。经济系统可以无障碍地与现代科技结合，以科技为主导的经济因此可以持续地累进增长，这就是现代化的本质，我们把这样的社会、国家叫做现代化的社会与国家。

现代化就是当现代科技与市场经济相结合时所产生的经济无限累进增长的现象。

斯密与李嘉图的理论解释了为什么分工与交换不仅适合国家内部，也适合国家之间的市场交换，从中不难推论出为什么市场本身具有很强的规模效

应：当参与的人越多，交换的人越多，它创造出来的价值增量也越来越多，越大的市场资源分配越合理，越有效率，越富有、越成功，也就越能够产生和支持更高端的科技。一个自由竞争的市场就是一个不断自我进化、自我进步、自我完善的机制，现代科技的介入使得这一过程异常迅猛。这样在相互竞争的不同市场之间，最大的市场最终会成为唯一的市场，任何人、企业、社会、国家，离开这个最大的市场之后就会不断落后，并最终被迫加入。一个国家增加实力最好的方法是放弃自己的关税壁垒，加入到这个全球最大的国际自由市场体系里去；反之，闭关锁国就会导致相对落后。这就是3.0文明的铁律。

20世纪所谓的道路之争恰是对3.0文明铁律的反证。苏联华约组织市场一度也很大，但不是自由市场机制，效率远不如当时美国和战后欧洲建立起来的共同市场，短短30年后，整个苏联体系相比全球主流市场越来越落后，最后在冷战中失败，被迫加入到一个大的全球市场中去。再比如毛泽东时代中国的自力更生、闭关锁国。另外，受到国际经济制裁，被迫退出国际共同市场的国家比如伊朗、缅甸、古巴等等，其后的经济表现也是很好的反例。抑或是假设德国在二战的时候胜利了，建立起另外一个以国家资本主义为主导的欧洲经济体系，它的结果可能也未必更好。因为它的市场虽然也很大，但不是自由市场，这样科技和市场不能完全无缝对接，它不会像美英市场这样不断自我提高。随着时间的推移，最后的结果可能和苏联华约差不多。

最早的自由市场一旦在英国、环大西洋、美国之间形成，就表现出很强的不断自我改进、自我进化的态势，效率不断提高，规模也越来越大。一旦它成了最大的自由市场，此后所有其他的国家实际上只能选择加入它。凡是其他单独成立的市场体系，最后都不如这个最大的市场更加有效率，时间一长就会变得落后，所以最后大家都主动或被动地选择了加入这个最大的市场。这个过程发展到90年代初，冷战结束，苏联东欧解体，加入国际自由经济，中国也彻底加入到国际市场以后，全世界就形成了一个唯一的、统一的国际自由经济市场，我们今天叫它全球化。这是一个可以预测的结局，是3.0文明铁律的必然结果。全球化以后，商品、服务、科技、金融市场，在全世界范围内进一步整合、拓展、加深，让离开这个市场的代价越来越大。

一个有趣的问题是，市场交换所引起的规模效应在2.0农业文明也同样存在，为什么在那个时代没有产生这样极端的全球化结果？主要原因就是在2.0时代，还没有现代科技，产品十分有限，成本下降空间也非常有限，当贸易，尤其是不受政府管制的民间贸易产生的时候，财富也会增加，分工也会增加，但是这种增量不是无限的。当土地、货币等生产资料集中到一定程度，社会分工需要进一步加深的时候，社会就会出现一些动荡和不

稳定的状况，政府通常就会以安定社会和民意的名义出面干预。比如中国通常以国有专营的各种方式与民与商争利，以均贫富稳定社会，这样既充实国库，又让实际执行的官吏中饱私囊，一举三得，这样的措施在中国历史上屡见不鲜。2.0农业文明由于光合作用的能量转换本身存在发展的天花板，不能够突破五大挑战，应对五大挑战的有效办法仍然是建立起一个高端政府，因此高端政府对于民间经济的管制几乎就成为一种必然。比如在中国，在过去几千年里，由于政府的管制，民间经济常常处在自由、繁荣、管制、重新开放的循环之中。商人的利益和财富也会随着这只看得见的手跌宕起伏，以至于对运气的信任成为中国商人的集体强制记忆，甚至渗透入了中国文化。即便到了今天，在全世界所有的赌场里都还可以看见中国人在实践自己对运气的信念。同样的道理，从官方角度看，中国政府对经济的干预也成为传统实践的一部分，到今天，中国政府对经济活动的直接管理也是中国几千年历史造成的条件反射式的选择。

那么究竟中国今天处在一个什么样的状况？我们说当不断进步的科技与自由市场结合使整个经济进入了一个可持续的累进增长的状态时，这样的社会就进入到了3.0文明现代化时代。中国今天的市场经济已经初具雏形，但是还不完全自由，看得见和看不见的两只手还在调节之中，常常还会左右互搏。现代科技已经得到了广泛的学习和传播，但是创新力还不足。科技和经济的无缝对接现在还没有完全实现，经济增长已经持续了40年，但是还没有进入到一种自动的可持续增长的状况。中国现在显然还未处在现代化的状态，但是已经具备了现代化的雏形，所以说今天的中国应该是在2.5以上的文明状况，正在向3.0的文明状态演进。

# 对中国未来几十年的预测

## ——经济可能的演进

中国源远流长，历史上非常成功。在过去40年里，通过改革开放国策，在执政党谨慎、实用、灵活又强有力的领导下，实现了经济起飞，创造了奇迹。如果这种情况持续下去，在今后的几十年里，在向科技文明演进的过程中，最需要发生的事情，最应该发生的事情，通常就是最可能发生的事情。从这个逻辑出发，我想在接下来几章里谈谈对中国未来这三个方面的预测：经济、文化与社会。必须说明的是，这些预测是对未来几十年，甚至是上百年后的超长期预测。在实践中，在短期内，有时甚至中短期内，现实的发展也可能和超长期的发展轨道不尽相同。

过去40年中，中国在经济上实现了几乎史无前例的、大规模的、长期的、高速的增长。在此期间，经济增长的两个主要动力分别是外贸和投资。改革之初，一方面中国有大量很有纪律的廉价劳动力，另一方面有一个具有超强执行能力、聚集了一批优秀人才的执政党。曾经的劣势在改革开放以后就成为它很大的后发优势。政府利用超强的执行力设置了从外汇、资金到土地、劳工等一系列有利的政策条件，把中国劳工纳入到整个世界经济市场，最终让中国成为世界工厂，因此外贸成为最大的经济动力之一。即便知识产权、设计、市场两头都在其他国家，中国仍然在中间加工这一环节具有独特的优势。这期间中国经济的主要模式是政府主导、市场跟进，或者说是在看得见的手主导下的市场经济。在外贸、投资两大引擎中，这种现象都很明显。比如，中国式的新型城镇化通常是在地方政府领导下进行的，地方政府通常扮演核心地产商的角色。

为什么这样一种混合经济制度能够获得巨大成功呢？一方面，外贸实际上是在国际大的自由市场中的一小部分，整体的国际自由市场是一个以看不见的手为主导力量的自由市场经济。在这个大循环里面中国只参与了其中的一部分，在这一小部分里使用了看得见的手来主导，这是可以做到的，毕竟设计、销售iPhone与制造iPhone是不同的。另一方面，经济从落后状态追赶时，情况也有所不同。因为前人走过的路已经铺好，方向、目标也都明确，只需照着走原路或是抄近路追赶，这时政府这只看得见的手能推动经济跑得更快。但是这种经济发展模式是有极限的，没有人能确切地知道极限到底在哪。当中国超过美国成为世界第一大出口国之后，显然它的外贸就不可能再以远高于全球贸易的速度持续增长。同样，当投资接近GDP的一半，“鬼城”在各地出现时，以投资拉动的GDP增长也遇到了瓶颈。从长期看，像中国这样大体量的经济，要实现真正长期可持续的增长只能靠内需。在内需市场里，不再有国际自由市场做依托，政府与市场，

看得见的手与看不见的手之间，需要做根本性的调整。

自由市场在现代化的3.0科技文明中扮演的主要角色就是以创造性的破坏来最有效地配置资源，而这与政府的基本职能相悖。政府是一个庞大的官僚体系，需要以共识和上下协调的关系来往前推动。政府需要可预测的目标，通过预算、计划，从事有建设性的事情。当政府从后向前追赶的时候，如果面前已有清楚的目标，有已经铺平的道路，并且知道要做些什么，还可以动员强大的社会力量，这时候政府便会发挥很大的作用。比如说，建设基础设施、高速公路、高速铁路、机场、港口，或是协助建设煤炭、石油、化工等等传统工业。现代经济绕不开基础设施及传统制造工业，每一个成功的现代国家都是这样走过来的。当一个落后的国家开始追赶时，政府就有能力去领导这些建设，从而加快追赶速度，这是政府的基本职能。

然而一旦赶上以后，政府就不得不预测未来的状况。此时面临的市场竞争瞬息万变，需要选择赢家、输者，相比政府，市场的优势就明显了。在自由竞争的市场里，在没有外力干预下，无数个体受资本利益驱使，甘愿冒风险试错，最终成功者必然是市场最需要的，也必然是对未来社会资源最有效的分配。但如果由政府来做，就好比“巧妇难为无米之炊”，这跟政府的基本职能和特征是相悖的。比如说，柯达公司（Eastman Kodak）曾经是历史上最伟大的公司之一，发明了摄影和摄像技术，一度是美国价值最高的公司之一，如今却不复存在了。再比如说施乐公司（Xerox）发明了复印技术，在很多方面都有很多专利（其中一些是让苹果电脑取得成功的关键），然而今天风光不再，成为一家勉强维持的小公司。又比如美国电话电报公司（AT&T）是人类历史上最重要的发明之一——电话的发明者，其下属的贝尔实验室曾经是全世界通讯科技的摇篮，也是诺贝尔奖获得者最集中的地方。然而贝尔实验室却最终消失，其仪器部分的业务也不复存在。AT&T也被其他公司收购，仅仅保留了最初的名字。像这样创造性的摧毁，与政府的根本职能有着根深蒂固的矛盾。很难想象，如果由政府来做抉择，它会把AT&T彻底毁掉，而选择一家几乎破产的电脑公司（苹果）成为全世界市值最大的赢家。在中国，这就好比政府让中国移动、中国电信同时倒闭，而让四通电脑成为中国最大的电信公司。由政府来选择未来经济走向，最有可能的结果要么是墨守成规，要么选择错误，要么是两者都有。这就是为什么长期背离了自由市场经济的其他经济模式后来都失败了。

中国未来几十年在经济上最核心的变化将是从政府主导的市场经济转变为以政府为辅助的全面自由市场经济。内需、服务将占GDP主要部分。经济资源将对全民开放，金融、能源、土地等将不再对外贸、国有企业倾斜，而是通过市场机制向全民放开，以公平价格在全国范围流通。国有企业经

营特权将被逐步打破，逐渐形成与民间企业的自由竞争。国企的所有权与经营权也将逐步分离，引入民间资本，管理彻底市场化，国有股份逐步进入社会保险体系。而随着社会保险体系的逐步完善，民间储蓄也将通过逐渐规范化了的股市、银行等金融媒介有效地进入到实体经济，从而形成资本、企业、消费的有机良性循环。城乡二元结构将被打破，所有公民逐渐享受同民同权，城镇化仍会高速继续，政府将从早期的中心角色中逐渐淡出。从中、长期看，政府将从经济一线主力队员任上逐步退役，专注成为游戏规则制定者及公平的裁判员。政府经济管理方式逐步从正面清单过渡到负面清单。

中国在完成从政府主导的市场经济转变为以政府为辅助的全面自由市场经济过程中，仍然有可能以高于全球经济发展速度的水平长期持续增长，直至大体赶上发达国家水平。

# 对中国未来几十年的预测
## ——文化可能的演进

### 一、以理性思维和科学方法重整传统文化

中国文化的未来最可能是对传统文化的复兴及其现代化的演进。

首先，在中国，恢复传统文化的正统地位其实别无选择。任何一种文化都是历史和地理造成的：因为地理位置的不同，不同地区的人有了不同的历史，不同的历史又造成不同的信仰体系、生活方式、生活习惯，并使自己在这种环境中感觉自在。这就是文化。文化是深入骨髓的，是一种信仰。人类在地理大发现之前，在现代交通工具出现之前，一直处在一个分割居住的状态，持续了数万年。在这么长时间里形成的文化，基本的信仰、生活习惯和生活方式，是很难改变的。

中国人对自己文化的抛弃，对西方非主流文化的全面拥抱完全是中国近代历史特殊时代的产物。在今天的和平状态下，中国人对于自己的传统文化，就好像中国胃相对中国菜一样，实际上是毋庸置疑的选择。所以中国人必然会回归对自己文化的认同，这是文化复兴的第一个要素。中国现代文字的改革，使得国人对传统文化出现了学习断层。伴随着经济水平的提高，人们的精神需求不断提高，很可能会出现中国式的文艺复兴，让国人重新发现中国文化中最精华的部分以及自己渊远的文化遗产，重新理解为什么中国文化在过去两三千年的时间里为中国一代又一代的精英们提供了完备的精神食粮。从个人而言，中国文化的精华也正在于对士大夫“修齐治平”的人格塑造。从社会的角度看，中国的文化复兴就是要还给中国人和中国社会一个共遵共守的道德伦理，以及人们可以安身立命的共同信仰，没有这样的基础，任何社会都很难长期保持繁荣进步、长治久安。

其次，传统文化自身也需要经历一个现代化的演进以适应科技文明的需要。西方的现代化过程也在文化上经历了文艺复兴、宗教改革、启蒙运动，使得其今天的文化最终成为3.0科技文明中的有机成分。中国传统文化中的许多观念，比如勤劳，对教育、家庭的重视，不仅适合2.0农业文明，在科技文明时代也同样可以大放异彩。随着东亚儒教文化圈中各个国家经济上的成功，这些传统价值观念也再次得到人们的重视。但是，3.0科技文明也给传统文化提出了一些新的问题、新的挑战，需要重新检视，并进一步发展。文化复兴与演进是一个长期的、艰难的过程，唯有通过理性思维、科学方法，经过长期、持续的积累才有可能。

理性思维、科学方法，尤其是对人文、社会问题的理性思维是科技文明社会的一大特色。科技创新需要自由思想，而摆脱了思想桎梏必然会导致人们运用理性思维对传统社会的一切既有定论作批判性的思考、检验，以事实、逻辑代替权威、教条。在西方，这一过程是从17、18世纪的启蒙运动开始的。其核心的动力一方面来自牛顿等自然科学家所开启的现代科学革命给人们带来的对理性思考、科学方法的空前信心；另一方面，当时的欧洲确实面临着大西洋经济、殖民运动等一系列划时代的大变动，由轴心时代形成的传统思想资源远远不足以回应这些崭新的挑战。欧洲的启蒙运动就是用理性思维重新检验、重新思考有关人生、社会、政治、宗教、哲学、艺术、人文的一切问题。这场头脑风暴在名义上持续了100年，但是从某种意义上说，它从来就没有停止过。因为从那时起，理性思维、科学方法、思想的自由市场已成为科技文明的常态，而自然科学本身的不断进步让理性思维、科学方法对人文与社会的影响越来越深入。由此，知识得以在共同事实、逻辑下形成积累，社会共识不断加深。西方社会在现代化过程的两三百年里，在文化上的努力始终没有间断，这样才使得其社会有坚实的精神力量作为依托，来消化社会经济巨变对人心造成的撕裂。

中国自元代以后，科举定于理学一说，朱子的《四书章句集注》成为官方的意识形态和科举考试的唯一内容，清代在格式上又固定为八股文，这样极大地限制了思想空间，在某种程度上固化了中国读书人的思维。虽然明、清两代儒学仍在发展，但已经少了唐宋时期的活泼、创新、恢弘的气象，更无先秦时代自由奔放、百花齐放、百家争鸣的繁荣。1840年以后，中国也曾经出现过短暂的启蒙运动，但是在内忧外患、亡国灭种的压力下，“启蒙”很快成为“救亡”的手段，文化启蒙也仅限于对传统的批判，没有时间对文化的重建提出更多的建树。事实上直到今天的中国，情况仍然没有根本改善，理性、科学思维仍然不是讨论社会问题的主流。今天的学者在自己的专业领域里还是可以做到客观、专业，但是一到社会、人文等公共领域就没有那么理性了。因为没有共同承认的事实与逻辑，没有共识基础，观点争论就像平行的轨道一样互不交接，种种新奇观点让社会像浮萍一样随风摇摆、人心跌宕。这种情况带来很多问题，其中对社会最大的损害是知识无法有效地积累，而在人文社会领域内没有长期的积累，没有思想市场的自由选择机制，不太可能产生真正让社会人心可以依靠的真知灼见，并在此基础上建立社会共识，使人共遵共守，安身立命。

在现代化过程中，中国社会也同样需要像西方一样经过长期的努力、积累、扎实工作，重建社会的精神基础。中国的启蒙绝不仅仅是对西方著作的翻译与介绍，更不是对中国传统的简单否定。启蒙首先是对中国今天现状的客观、理性认知，从承认没有答案开始，以理性的态度重整国故，经过长期的积累，在中国的传统中发现今天仍然闪光的价值。也只有站在自己传统的坚实基础上，才有可能批判性地接纳外来文化，逐步、缓慢地构

建社会共识。理性思维、科学方法仍然是社会、人文领域内逐渐积累可靠共识的唯一有效方法。

## 二、应对科技文明对文化观念的挑战与要求

从实践上看，文化演进的最大动力还是来源于科技文明中商业社会对文化提出的现实要求。比如说在商业社会中，最常发生的关系是陌生人间的关系，但是如何规范这种关系在传统文化中却不太明确。中国传统文化中的人际关系有五伦，君臣、父子、夫妻、朋友、长幼。五伦的文化中，各有自己的道德准则，父子有亲，君臣有义，夫妇有别，长幼有序，朋友有信。五伦基本讲的是熟人之间的关系，所以中国的文化是人情文化。中国文化对熟人之间的关系有一整套规则，人人都遵守，但在陌生人之间却没有。在传统社会，一个人与陌生人交流的机会不多，因此也不需要制定规则。五伦在农业社会中就足够了，但在3.0科技文明的时代，在自由市场经济的时代，人与人之间的关系很多都是陌生人之间的关系，这样就给现代社会带来了大量的问题。人情社会里，人情高于法律，这就让社会秩序受到极大挑战。同时，过度陷入人际关系也是对社会资源的浪费。更严重的是，缺乏陌生人之间的道德准则，是导致商业诚信缺失的重要原因之一，而诚信恰是自由市场经济的润滑剂。如果对陌生人的欺骗可以毫无罪恶感，那么满足五伦准则的好人也可能成为商业社会的罪人。诚信沦丧不仅对商业秩序，也会对整个科技发展造成破坏。科学技术的发展是一个不断积累、循序渐进的过程，需要广泛、长期的合作。没有诚实作为基础，很难建立起这样一个信用合作体系。今天中国在科技研究、人文科学领域，相对于世界先进水平远远落后，成为中国现代化进程的一大负担，这也是重要原因之一。诚信缺乏对于今天中国社会、人际关系造成的危害更是有目共睹。

文化复兴的一个重要的层面就是要在传统文化里面重新塑造适合现代文明的基本价值体系。为此，中国文化需要提出第六伦的概念来定义陌生人之间的关系，以第六伦的伦理道德理念重塑诚信社会的基础，并与前五伦的关系有机地结合在一起。

那么一个有义、有信、有爱、有敬的人，他对待陌生人应该是什么样的态度？一个最可能的答案是诚实。诚实不等于要讲全部的真话，但是诚实一定意味着不讲假话，不有意地误导对方，更不会有意地欺骗对方。诚实的对立面是欺骗。陌生人之间以诚实作为基本的道德根基是可以做到的，同时还会带来很多的好处。在诚实的条件下，陌生人之间更易逐渐建立互信，在互信的基础上更容易进行交换，进而产生附加价值。由诚生信，有了信，就接近了朋友的关系，进入到五伦关系，变成了人情的一部分，这样关系网络一下子有了一个跃升，出现了一个加码。如果是商业交换，就

出现了两次附加值加码。陌生人之间做到诚实，并不是难事，而且一旦做到，便会产生叠加效应。我们今天看到的以脸书、微信为代表的社交经济就是这个叠加效应的正面案例。反过来，当诚实被社会接受成为陌生人之间的道德准则后，不诚实带来的损失也会因叠加效应放大。比如，如果没有诚实原则，当A和C还是陌生人的时候，两人相互欺骗，后经共同的朋友B介绍之后，A和C也可以成为朋友。当两人谈到之前的欺骗时，还是可以一笑泯恩仇，以当时还是陌生人为理由原谅对方。但是一旦诚实被社会接受成为陌生人之间的道德准则，A和C再见面就会很尴尬，尽管有共同的朋友B做介绍，A和C不仅彼此因失信不能成为朋友，更严重的是彼此都有可能被对方整个人情网络排斥在外，造成叠加损失。在今天的社会里，对假冒产品、不法商人的追剿、声讨就是负面叠加效应的实例。

由于第六伦诚实原则有奖惩倍加效应，在社会、政府强力推动下，六伦理念有可能在未来成为中国文化的核心理念之一，使中国社会更快地进入3.0科技文明时代，并更好地与国际社会共同的商业准则接轨。在西方社会里，基督教规范了陌生人之间的道德原则，但是没有人情网络的倍加效应。可以想见在中国社会中，一旦建立陌生人之间的第六伦诚实原则，与前五伦的人情网络交织，对科技经济应能起到更大的推动作用。

科技文明对文化演进要求的另一个方面是关于个人的地位。传统社会以家庭为单位，个人修养更多强调牺牲、奉献。科举制也让大部分知识分子的兴趣集中在狭小的考试范围内。科技文明时代，创新能力成为成功的第一要素。创新是个性的延伸。所以，未来文化中将更重视个性主义（individualism），更加尊重个人之间的不同，鼓励个性的发展，以此加速创新。

另外，因为3.0科技文明是在全球共同市场的基础上展开，中国文化的现代化还需要在语言上进一步与英语接轨。在3.0文明时代，知识、信息在全球的传播，世界各国之间人们的交流，都需要一个共同的语言。所以，就像自由市场一样，语言也具有规模效应，最先被大家使用的语言也成了人人都用的语言。目前英语就是这样一个共同开放系统，就像微软操作系统或是安卓一样，所有人都在同一系统上写应用（Apps）。今天，几乎所有重要的创新知识、技术、自然科学、社会科学、商业、文化、艺术等领域内的最新思想都最先在英语中出现。英语早已不再是美国、英国的专属，而成为全世界商业和从事创造性职业人士的共用语言。中文及其他所有语言恐怕都没有了这个机会。所以，文化的现代化还包括对英语的拥抱，让最新的知识与中文即时无缝对接，并逐渐从使用者过渡到创新知识的贡献者。

## 三、深植于传统中的文化传承和现代化演进

现代科技、市场经济和商业社会在交互作用，高速发展，日新月异，也因此对文化发展提出迫切需求。但是文化演进从来都是一个相对缓慢的过程。比较可靠、可持续的演进通常都需要建立在已经形成的文化传统上。

中国文化源远流长，分支流派众多，所侧重的方面在不同时代也有很大的不同，这就给创新性地发扬传统提供了丰富的土壤。这其中既有和科技文明相合的成分，又有需要改进的方面，还有需要重新发现的部分。比如道家主张的政府无为而治，与民让利生息，正与市场经济的要求暗合。儒家对家庭、教育的重视，勤俭的道德观，对于积极进取人生的鼓励，都是现代商业社会的基石。而儒家的家国情怀又是奠定有为政府、统一大市场的思想源泉。当然它对于个人在集体中地位的观点却可以与时俱进。作为先秦诸子百家中重要一支的墨家，因其对个人意义的尊崇，对和平、兼爱、正义的坚持，对逻辑思维、朴素科学精神的探索，极有可能在科技文明时代成为和儒家思想同样重要的社会政治思想源泉。

历史上佛教由印度传入，与中原原生文化交互激荡、相互影响，成为中国文化中重要的有机成分。在中国向科技文明的演进过程中，中国文化同样有可能在吸收外来文化和提升本国文化中找到有机平衡，再次发扬光大。

综上所述，中国文化复兴与演进，就是在科技文明的大背景下，通过理性思维、科学方法，对传统文化“整理国故”并演进、发展，经过长期、持续积累，逐步建立社会共识，还给中国人和中国社会一个共遵共守的道德伦理，以及人们可以安身立命的共同信仰。在此基础上，紧跟全球科技文明社会中的创新前沿，并逐步做出作为世界五分之一人口的大国所相当的贡献。

# 对中国未来几十年的预测
## ——社会政治可能的演进

### 一、科技文明时代对现代政治的要求

人类社会从农业文明向科技文明演进时，社会政治也会发生很大变化。

从轴心时代开始，政治、道德及所关心的核心问题从未改变过：什么是美好的人生、美好的社会以及如何实现？但是针对个人的美好人生与针对集体的美好社会，它们之间孰轻孰重、孰前孰后，与人类所处的经济时代高度相关，在历史的不同阶段不尽相同。从农业文明到科技文明的进化让它们发生了根本性的变化。

农业文明是短缺经济，存在马尔萨斯陷阱，社会中有一定比例的人口总会周期性地非自然死亡。个人的命运在很大意义上取决于他从属于哪一团体，那个团体在生存竞争中的成败如何，所以美好社会是美好人生的必要前提，美好人生必须要在美好社会中实现。儒家伦理中以家庭为单位向外延伸的亲疏关系有其经济上的原因。在同一时期，西方社会在传统的国家、民族区别之上，又进一步分裂出不同的一元教——天主教、犹太教、东正教、伊斯兰教和新教（近代）。在整个农业文明时期，以团体定义的内/外、我们/他们是生存的需要，各个文化中的政治也以建设自我定义的封闭美好社会为中心诉求。

科技文明的本质是富足文明，经济的复利增长最终能够解决所有人的生存问题。不仅如此，科技文明的基础是以知识交换为基础的1＋1＞4。创新需要个人的能动性，个人是科技文明的重要参与元素、动力源及最终目标。因此在科技文明时代，美好人生取代美好社会成为政治目标中最重要的考量。在科技文明时代，从农业文明向科技文明的演化过程中，从集体中心向个体中心转化正是3.0文明时代对政治演进的核心要求。在现代社会中，任何可持续的政治体制可能都需要把个人放在和集体同等重要、甚至是更重要的位置上。

### 二、西方的实践——宪政民主制

在西方，政治现代化过程中诞生的一个伟大制度创新就是宪政民主制。宪政民主制从思想上源于启蒙时代的君权民授论，就是政府的权力源于公民的认同和授权。这是在轴心时代民重君轻思想上的发展与延伸。宪政指的是有限政府，即政府权力受到宪法制约。一国之中没有任何人的权力高于

宪法。同时，个人权利与自由得到宪法保障，政府不得随意干预。宪政下的民主则指公民参与选举政府及政治权力分配的制度。从实际政治发展、演化历史上看，宪政民主制反映的是伴随着3.0文明的出现，商业人士在社会中的地位上升，个人对经济的重要性变大。代表新型自由市场经济的力量开始进入政府，使政府的功能逐渐发生变化，在经济活动中从管理、干预过渡到辅助作用，充分保护公民的财产权，提供、保护科技创新所需要的思想、言论自由空间。

宪政民主是一个渐进的过程，历史上成功的宪政民主国家通常是宪政先于民主，财产权、经济自由早于选举权、政治自由。以最早也最成功的宪政民主国家英国为例，1830年，英国已进入3.0文明时代，宪政已经实行了100多年，公民也有了充分自由，但是此时英国公民仍只能投票选举下议院议员，且有投票权的人占总人口不到2%。尽管接受君权民授，授权也是一个渐进的过程。政治权力的分配，最早从皇权到了诸侯，再后来到了有产阶级选举权。选举权在有产阶级中，又从大产开始，逐渐扩大到中产、小产，后来到了男性白人、女性、有色人种，最后演变成任何成年人都可以投票。就英、美实践来看，公民政治参与程度与经济发展水平直接相关，并随着经济的发展而逐步扩大。选举权的平等是从资格平等开始逐步开放的，到了最后，当西方社会发展到了一定高度，几乎人人都成为中产阶级、都受到基本教育后，才变成了成年人一人一票，都有选举权和被选举权。这一结果直到二战结束的40年代末才真正实现。

社会政治权力的分配以选举结果来决定，人人都有可能，公开、透明、机会平等，所以这套制度有其合法性，也比较公平，有持续的生命力。

英美宪政民主制最大的贡献就是帮助英美社会相对平缓地步入3.0文明，政府基本上不干预市场活动并在国际间推行自由贸易，公民有充分的自由、财产保障，公民参与政治的民主权利随着经济收入增加，逐步、缓慢开放。英美自由市场经济与宪政民主制共同造就了经济、政治上的机会平等，塑造了3.0文明的西方典范，并构造了在当时最有效、最大的自由市场体系。由于3.0文明铁律的规模效应，这一市场最终成为今天全球化的国际大市场。

相较于英美，欧洲大陆的政治演进要复杂曲折得多。在几百年的时间里，对内与对外战争几乎没有停止过。欧洲大陆国家和英美更是主导了影响了全球的殖民侵略、两次世界大战及随后的冷战。虽然最终主要的西方国家今天都建立了较为稳定的宪政民主体制，对于西方之外的观察者来说，西方尤其是欧洲大陆国家政治现代化的历史留给后人的教训可能更大于经验。

今天，即使在较为发达的宪政民主制国家，这一制度也不是没有弊端。在

充分民主的情况下，民意政治更能代表局部、短期利益，而常常与整个社会的整体、长期利益相矛盾。金钱在选举过程中的腐化作用更是雪上加霜。矛盾不可调和时会让保障社会整体利益的长期政策近于瘫痪（比如今天的美国国会）。邱吉尔的名言“除了我们已经尝试了的其他政治体制外，民主是最坏的了”并非仅仅是幽默。

## 三、中国传统政治思想、政治实践及其演化

西方政治现代化的成就主要是在小国政治下取得的。即使如美国，在殖民时代立国时也是一个只有几百万人的小国。当然，在250年后，美国已经拥有3亿多人口，这个制度仍具有旺盛的生命力，这是个了不起的成就。和美国相比，中国的人口是其四倍多，这对政治复杂程度的要求也是几何级数增长的。

历史上中国几乎一直有着世界上最多的人口，它的政治成就，以其人口之多，政治之稳定，和平时间之长，个人之公平，在农业文明时代都可谓登峰造极。但是当世界进入到3.0科技文明时代，中国传统政治如何演进却是一个持续了一两百年，至今仍在探索的难题。

从思想源泉上看，中国传统政治大体是儒、道、法三家混杂，儒家重道德伦理和社会秩序，法家重赏罚执行，道家调整政府与社会、官家与民间的利益均衡。中国有记载的几千年历史就是一个政治实践是非成败的实验室，这些经验教训对于后人、中外都很有意义。

儒、道、法三者混合的程度历来都是政治成败的关键因素。在中华帝国开创之初，秦始皇重法废儒，在战时异常成功，但在帝国和平初创时期赏轻罚重，在改天换地的巨大社会变革中又没有道家的节奏调整，以至于把社会推到极致，一代而亡。在连年战争、重新统一中国后，文景两帝以道家为底色治国，休养生息，使国家百姓恢复元气，终成“文景之治”。至武帝又以严法极尽扩张，社会再遭重创，需宣帝再次以道家之法恢复。三种政治文化传统的结合、度量的把握正是中国政治的最高境界。

科技文明以个人为主体，个人创新、标新立异成为社会经济进步的主要动力，这与农业文明中对个人的文化期许大相径庭。中国的传统思想文化源远流长，纷繁多样，传统中既有适应现代性的成分，也有需要进一步演进的部分，还有需要进一步挖掘的部分。比如，道家提倡的政府无为而治恰恰暗合市场经济的逻辑。法家的赏罚规则需要在新时代做出调整，因为来自政府的赏已不再是个人成就的最重要甚至是唯一的来源。在商业社会中，政府与商业已成为个人进升的两条并行通道，这与科举时代相比已大相径庭。赏轻，则罚也需要轻。同样，儒家的道德伦理、社会秩序也必须对个人与集体关系重新作出调整。而作为先秦诸子百家中重要一支的墨

家，因其对个人价值的尊崇，对和平、兼爱、正义的坚持，对逻辑思维、朴素科学精神的探索，极有可能在科技文明时代成为和儒家思想同样重要的社会政治思想源泉。总的来说，与科技文明相适应的现代政治需要多一些道家底色，与民休养让利，轻罚轻放，并兼顾个人与集体的利益。

魏晋南北朝时期，佛教大规模入汉，在此后几百年中与儒、道交互激荡，互为影响，形成儒、释、道三者的对立统一，又在此后激发出儒学中宋明理学的发展。1840年后，西学东渐，又再次对华夏文明产生更强大的冲击。清末民初的许多知识分子正是抱着同样的热情投入到重整国故的学术研究中，希望通过中国版"文艺复兴"运动为中国的政治现代化提供来自传统的新的源泉与动力。

中国自洋务运动之后便开始政治现代化的各种实验。现代政党体制最初也是由西方引入。现代政党制度从体制上解决了最高皇权依靠单一家庭血缘继承的问题，使最高领导可以在较大的人群中择贤而选。在组织集体力量方面，现代政党对成员的控制力比传统的儒、法结合对士大夫官吏的控制更进一步。在邓小平时代，白猫黑猫的实用主义与摸着石头过河的谨慎开放态度使得这一时期的政治更具道家为政的色彩，为个人、社会提供了更大的空间，这与科技文明的需求相合，促使经济开始了长达40年史无前例的高歌猛进。

在富足经济时代，个人既是政治的起点也是重要的终点，和集体利益同等重要。所以任何可持续的政治都需要充分尊重人性。尊重人性当然也必须尊重人性中所有的自私、懦弱、不完美，市场经济和科技创新恰恰给了所有不完美的个人无穷的空间和意义。对利润的追求、自私甚至贪婪同时也是市场经济蓬勃向上的动力，懦弱和懒惰为科技探索及普及提供了丰富的土壤，攀比、炫耀甚至也是消费增长的一部分。

## 四、东西方各自独特的道路

就权力的目的、来源和分配方式而言，西方在农业文明时代实行的主要是血统制及部分的军功贤能制。在科技文明的现代社会，西方从人权概念出发，以个人"自然权利"的来源界定"公民权利"的目的和分配。中国历史上实行的是以权力分配机会平等为基础的政治贤能制。

从制度安排角度看，传统科举制本质上是政治权力开放性、普遍性及权力分配的资格制，人人都可以通过公开、透明、公平的考试、考核竞争机制获取分配政治权力的资格。通过对学习能力和治理能力的考核来选拔最优秀的人，政府选贤任能，把最有能力的优秀人才放在最重要的位置上。社会上人人都有平等机会进入政府，从平民中选拔出的大量政治精英又让政府具有对现实问题的洞察力、远见与执行力。这一伟大的制度创新让中国

在过去的1000多年中领先西方、领先世界，至今仍有强大的生命力。今天，包括中国在内的世界各国成功的文官系统、职业军队都多少受科举制某些方面的影响。尽管有种种弱点，科举制仍不失为2.0文明时代最伟大的制度创新，中国之所以能够在长久的历史中维系一个人口众多、土地广阔、社会相对稳定的国家，科举制是最根本的原因之一。今天的中国政治仍然受科举制影响，政治权力的资格观念依然深入人心，从这一观念出发有可能逐步演化出现代性的制度安排。

从资格观念出发，与西方相比，未来公民参与政治的方式可能更符合中国文化传统，选举权和被选举权都成为需要赢得的资格。比如，一种可能的方式是职位越高，资格要求也越高，选举人及被选举人越少，层层递进。村子或街道里，成年人可以自行选择，一人一票，自治、自理。国家公务员则需要通过严格的考试，高职位则对学历、政绩、品德、民意有更高要求，资格与职位相当，到了国家领导人，则在极少数拥有最高资历的人中平级选出。这是一种资格选举制，就是通过考试、考核、有限选举的结合方式选贤任能。从历史经验上看，公民政治参与的热情与经济发展程度直接相关。经济处于低等发达时，经济发展是第一要求；中等发达水平时，对环境保护、生命安全要求更高；到了高度发达水平，对政治参与的要求达到最高。

执政党作为现代政党，为了更好地吸收最优秀的人才并为全体公民提供平等机会，也会逐步对全社会开放，通过考试、考核，公平竞争，让人人都有机会凭能力参与政党内部权力的分配。另外，一些发达国家尤其东亚发达国家对公务员实施的“高薪养廉”政策也值得参考。在适当的时机，将政府高级主管的工资水平与社会、商业同等高管工资水平挂钩，建立指数对应关系，以高薪养廉。同时，大力削减政府权力，尤其是削减在经济领域里的权力，管理方式从正面清单逐步过渡到负面清单。在此基础上，实施对腐败的零容忍。以严厉的法律、严格的党内纪律、媒体监督、民意举报等多种方式、多种渠道将腐败控制在最狭小的范围内。

这种以资格为基础的政治开放可以逐步扩大公民的政治参与，达成政治权力的合理分配。这与西方以个人“自然权利”观念为出发点的公民参政方式有所不同，但是最终都达到同一目标，过程则更平缓，更有可能避免社会的激烈动荡。

当然，这种方式仅仅是未来发展的一种可能（但不是唯一）方式，只是它比较切合中国的文化传统。

就公共政治权力的执行、边界、监督而言，西方社会建立起来的司法独立与宪政确实是一个伟大创新。它帮助解决了科技文明时代商业社会最重要的一些问题：复杂商业活动中必然会产生的纠纷，政府与民间商业的利益

界定，对公民私有财产的保护，政府公权的限制，对官僚腐败的公平惩处等等。

西方的独立司法和宪政部分来源于早期罗马共和国和罗马帝国的实践及中世纪英国的普通法，可谓源远流长。中国法家在先秦的实践，尤其是商鞅在秦孝公时代的实践也为今天的独立司法留下有益经验。但是这一传统在秦汉大一统政体建立之后就不复存在了，权与法孰大因人因事而异。也因此，法制建设不太会与西方的道路相同。在这方面的探索可能还要经过一个相当长的时期。可期待的是，执政党在法制建设方面已经下了巨大的决心，而社会对此的期待和要求也在增强。

从实践上，日本、韩国尽管深受美国影响，仍表现出强烈的东亚文化痕迹，而李光耀在新加坡卓有成效的实践更有可能为中国政治现代化提供一个可参考的样本。作为自建国以来唯一的执政党，人民行动党在历史上多次自我进化，逐渐发展出一套成熟的政治体制、独立的司法制度，解决了腐败问题，同时给予公民足够的空间发展，并保护其权利及财产。有为政府与道家底色相得益彰，互为支撑。

当然，中国政治面临的问题从来都是大数问题，人口到了一定量级，所有在小国中的成功实践都未必适用，无论是西方还是东方的成功经验对中国而言仅仅只能作为参考。中国的政治现代化只能在自己的实践中学习并逐步前进。

完成这一系列改革后，在中国社会中将出现经济、政治两个对全民开放、机会均等的上升通道，大量社会人才进入市场经济领域，公平竞争、优胜劣汰；同时也有大量有公益精神的人才流入政府，通过资格选举制，选贤任能，在宪法限定下，精英治国。

人类就本性而言情感上追求结果平等，理性上追求机会平等。凡提供机会平等的社会都可以持续发展，长治久安。

自1840年鸦片战争之后，中国绝大部分时间处于战争与政治运动之中。20世纪70年代末，由于国际、国内条件的变化，中国第一次有了专注于现代化建设的国内外环境，在随后的40年里取得了史无前例的卓越成就。在中国从2.5文明向3.0文明的迈进过程中，自然会遇到上述各项挑战。但是，1840年至今的170多年来，中国今天面临的优越环境和条件仍然是最好的。作为全世界人口最多的国家，中国有希望面对挑战，解决问题，最终向3.0文明演进，彻底实现全面的现代化。

# 从文明史角度看当今中美关系及科技文明时代的东西方关系

## 一、极简人类文明史

智人作为地球上最后一个大的物种，大约在几十万年前出现在赤道附近的非洲大草原上。智人既是社会动物，又是头脑异常发达的个体动物，这种个体性和社会性都高度发达的特性，在地球所有物种中可谓绝无仅有。人类依靠这种特性，在其短短的历史中，创造了前所未有的文明高峰，与灵长类动物祖先们拉开了鸿沟。我在此把文明界定为人类与动物祖先之间的距离。人类的文明史既是汲取使用能量的经济史，又是组织社会单元的政治史，经济与政治交互作用，造成了人类区别于其他动物的复杂的文明。

在本书中，我把人类的文明史分成三大跃升阶段，即1.0狩猎采集文明、2.0农业文明和3.0科技文明。本章将重点讲述人类从农业文明向科技文明跃升过程中社会政治组织方式的演进，并以此来解读中美关系、东西方关系。

在农业文明时代，农业和畜牧业几乎完全受制于自然条件，因此农业文明几乎都萌生于欧亚大陆板块上。欧亚大陆板块被世界屋脊喜马拉雅山脉和漫无边际的冰冻大草原分隔成两块，在农业文明历史中，两边几乎没有发生直接的关系，各自独立发展（除了13世纪蒙古帝国造成了短暂的连接）。因此我们传统上把两边各称为东方文明和西方文明。

公元纪年前后，东西方差不多同时出现了两个强大的帝国：罗马帝国和汉帝国。两个帝国都拥有庞大的人口、巨大的疆域，便利发达的交通可以到达帝国的每一处角落，文明程度都非常高，各自发展出了农业文明时代的一个巅峰。

罗马帝国和汉帝国建国大约400年后，相继陨落，进入了动乱时期。在中华大地上，经过300年动乱之后，帝国统治几乎被完整恢复，经过隋、唐至宋代发展出一个新的巅峰，将中华帝国体制持续了2000年，成为农业时代的一个奇景。另一边，罗马帝国结束之后，西方基本上再也没有出现一个统一的大帝国。尽管后来穆斯林崛起，建立了比较大的疆域，但是无论从文明发展程度，还是人口、技术、社会组织各个方面来看，都再没能取得像罗马帝国这样辉煌的成就。这是东西方文明发展轨迹的第一次大分流。

但是1000多年后的中世纪，在罗马帝国时期北方蛮族所生活的欧洲，却出

现了一些非常活跃的民族国家，藉由大航海时代对美洲大陆的发现，迸发出异常的活力。通过地理大发现、文艺复兴、启蒙运动、宗教改革、科学革命、工业革命、殖民战争等等一系列变化，这些国家成为世界舞台上最活跃的中心，并率先进入到人类文明的一个新阶段，我将其定义为3.0科技文明。这是东西方文明发展的第二次大分流。科技文明的出现，也将东西方人口中心第一次拉在了一起，此时东西方不再独立发展，而是被强力结合在一起，共同推进，形成新的世界秩序，在今天深刻地影响着全人类。

## 二、中国在农业文明时代的制度创新

东西方文明发展轨迹的两次大分流，背后都有着经济现实与社会政治组织方式交互作用的深刻背景。2.0农业文明时代的基本特点是，人们摄取能量的主要方式是通过光合作用机制，所以非常需要土地。土地的争夺是2.0农业文明时代的核心问题。因此，2.0文明本身也一直存在不可逾越的瓶颈：土地多的时候人口就会增多，而人口多到一定程度，土地就无法再支撑，社会发展掉入马尔萨斯陷阱，最后以各种“天灾人祸”的方式急剧减少人口。2.0文明时代是经济短缺性的时代，对土地的争夺是最核心的问题。而土地争夺的胜负既受限于地理条件，又取决于由政治组织方式产生的社会动员力。

中华文明的地理环境西面是喜马拉雅山脉，北面是一望无垠的冰冷大草原，东面和南面临海。在这块土地上，两条从西向东的大河——长江和黄河之间形成一块广袤、肥沃、适合农业的冲积平原。这两个大的河道再加上一些支流，导致平原上各个地区之间的交通相对比较便利（水路交通较便宜）。所以在这片土地上，只要某一个地方能聚集起足够大的力量，这个强盛的国家就可以通过便宜的交通方式，将其权力范围扩展到神州大地。而强国崛起则主要依靠内部组织方式的创新。

在中国5000年的历史中，前3000年对于政治制度创新实践尤为重要，为后2000年的稳定奠定了坚实基础。这其中最大的突破就是发生于秦孝公时代的商鞅变法。商鞅变法的核心就是用个人能力取代血缘关系来决定政治权力的分配。人从动物进化而来，最初都是以血缘为核心来向外延伸人和人的关系。虽然战场上需要个人能力，个人可以通过能力获得功绩，但成功以后，分配的方式还是依靠血缘。换句话说，功绩是可以通过血缘传给下一代的，和财富一样。战场上的功臣会得到土地，氏族首领、君王也要把土地分封给和自己有血缘关系的人，这就是封建时代权力、经济分配的基本形式，古今中外皆如此。但是商鞅变法前所未有地、颠覆性地把这个体系打乱，规定在任何时候，政治权力的分配都以个人能力和一代以内的功绩为根据，政治权力除了皇权以外都不能传给下一代。财产可以传代，

而政治权力不可以传代。这次对传统封建组织方式翻天覆地式的革命，导致了秦国从一个相对偏远的地区崛起，把社会全体成员的积极性都调动起来，最后击败了所有战国诸侯，并把这套方式推广到了秦帝国的全部疆域。到了汉代，这种组织方式又因为举孝廉制的产生进一步得到巩固。举孝廉制是科举制的雏形，完善的科举制产生于隋代以后。科举制通过对个人能力的筛选（不仅仅是政务，还有对知识的掌握等），让整个社会在政治权力分配上为所有成员提供了一个比较公平的上升通道。商鞅变法基本上奠定了中国后来2000年相对稳定的政治制度，尽管朝代更迭，但基本制度不变，让中华帝国登上了农业文明时代的最高峰，历史似乎就此终结。

而在西方，适合农业的冲积平原面积相对较小且位置分散，但交通方面，有一个类似于内湖的地中海。地中海被两边入洋口封紧，所以风平浪静，便于交通，沿着地中海很容易形成一个大的帝国。沿途中规模较大的农业平原一个在埃及，另一个在西班牙、葡萄牙所在的伊比利亚半岛上（主要在埃及），但它们和中国的规模都没法比。此时欧洲本土上的森林还未被砍伐，处于蛮荒时代。早期的罗马共和国从现在的意大利中部地区开始崛起，这个地方的农业平原规模并不大，所以扩张主要依靠对外争战。罗马的政治体制一直是军事上的贤能制和政治上士族（从最早几十家发展到一两百家的参议院）血缘分封制的混合体制。帝国范围内最大的粮仓在埃及，但埃及和中国长江、黄河流域的冲积平原的规模无法相提并论。所以罗马在经济上的分配就更加不平衡，一直实行奴隶制，上流社会相对富足的生活必须要以大量奴隶为基础，政治体制上就很难产生大的突破。这是它的经济现实所造成的必然结果。罗马帝国大约三分之一左右的人口是奴隶，政治上又是采用封建分封和军事贤能制的混合体制，所以一直不能真正让整个社会“同心同德”。与秦汉之后的中国社会相比，罗马帝国有几个先天性的难题：贵族和平民的矛盾，自由民和奴隶的矛盾，同时经济基础不是特别稳定，要依靠奴隶制和不断对外争战来维持。一旦征服的边界到达瓶颈，文明就只能走下坡路。

罗马帝国与汉帝国同受北方蛮族入侵威胁，但是双方北部的地理条件不同。中华帝国北部的蒙古大草原气候完全不适合农业，只能发展畜牧业。而罗马帝国北部的欧洲虽然也处于高纬度地带，但是受到墨西哥湾流的北大西洋暖流的影响，气候较为温暖，适合农业，只因被浓密的森林所覆盖，农业发展才晚了上千年。当北方的欧洲诸蛮族慢慢学会农耕和砍伐森林，农业文明开始逐步上升时，罗马帝国本身与日耳曼诸蛮族的矛盾就开始凸显出来。公元5世纪时，罗马帝国被北方蛮族入侵了。毁灭之后，因为罗马帝国政治体制本身的问题，它的这套制度也就没能在欧洲流行起来，因为它的制度并不是2.0文明时代最完美的政治制度。

罗马帝国毁灭之后，原来帝国境内的小国，加上其北部欧洲新兴的诸侯

国，又进行了长达1000多年的争战，却都没能于西方再次形成统一的大帝国。这段中世纪的历史，与中国春秋战国时期的历史很相像，但是和秦汉之后中华帝国2000年的历史放在一起，却是一次东西方文明的大分流。这一次，中国因为在政治组织上的创新，站在了农业文明时代的巅峰。

## 三、科技文明的出现：东西方文明发展第二次大分流

公元1500年之后，东西方出现了另外一个大分流。这个大分流导致了欧洲后来的历史和中国春秋战国之后的历史发生了截然不同的变化。这个大分流的开始就是地理大发现。航海技术的发展让欧洲人发现了美洲大陆这片新世界，大西洋变成了罗马帝国时代的地中海。通过一种比较便宜的交通方式——航海，欧洲迅速接管了地球上最大的一块农业平原：北美洲和南美洲。美洲大陆因自然原因，原生农业条件很差，且和欧亚大陆隔绝，导致农业不发达、人口稀少，几乎没有畜牧业，所以也没有欧洲人的免疫基因。美洲大陆上的原住民缺乏对欧洲人带去的细菌的抵抗力，绝大部分原住民都死于瘟疫。所以这块广大的、适合农作物生长的平原，立刻被欧洲人收入囊中。欧洲这些小的诸侯国，因为和巨大的美洲殖民地的结合，其土地不再局限于欧洲，一下子收获了比中国中原腹地还大的殷实粮仓，这让它的经济出现了一次突发的、巨大的、持续性的增长。

在正常情况下，农业文明经济增长到了一定时候，会遇到马尔萨斯陷阱。但是在西方碰到天花板之前，另一件划时代的事情发生了，这就是科学技术革命。地理大发现不仅为欧洲各民族带来了巨大的物质提升，也产生了对科学、技术的强烈需求，从而引发了思想上、精神上的革命。欧洲的思想出现了一次爆炸式的剧变，从文艺复兴、宗教改革到启蒙运动，科学技术革命就是在这样的背景下爆发的。

科学技术革命、跨大西洋的自由贸易、美洲大陆的自治，再加上这个时代欧洲封建割据下的各国竞争，这一系列因素共同促成了一次人类文明的跃升。科学技术革命和自由市场经济同时出现，互相作用，使经济出现了几百年的持续的、累进式的增长。增长的结果是经济突破了农业文明的瓶颈，土地也不再是经济本身的限制因素。这一时期百倍以上的经济规模增长可以支撑任何程度的人口增长，而且目前为止我们还看不到这种增长的上限。人类从此进入了3.0科技文明时代，也就是在现代科技和市场经济的双重作用下，经济开始持续、复合、无限地增长。

人们在自由市场里自愿交换产品和服务，必定会给双方都带来更多的好处，即1＋1＞2。而当知识被交换的时候，交换的双方既没有丢失自己的知识，也得到了对方的知识，还额外获得了因交流而产生的火花，出现了一个加速，即1＋1＞4。这样科技知识融入到产品与服务中，再到自由市

场中去被交换的时候，就出现了一个互相强化的长期正向循环。人的需求和欲望无限扩大，而人们为了满足这些欲望，提供产品和服务的能力也随之无限增长，这种互相强化的正向循环可以不断进行下去，而市场就是那个让1+1>4的放大器。市场越大，参与的人越多，中间产生的乘数就越大。市场越大的时候，效率就越高；效率越高，就越能够满足市场的需求；越能满足市场的需求，就越能刺激出新的需求。这样就形成了一个持续增长的正向循环。这样的正向循环就是我们说的经济上的复利增长。所以在大家都有自由市场经济和科学技术的情况下，竞争的核心就是看双方市场的大小。相对而言，大的市场会产生更高的效率，更高的效率会产生更大的能力，更大的能力会产生更大的经济体，这些更大的经济体就会产生更大的军事力量，那么在互相竞争的时候就容易胜出。从争夺土地到争夺市场，体现了从农业文明向科技文明转化过程中争夺重心的转移，这正是我们看到的过去500年间的变迁。

开始时，欧洲还处在2.0农业文明时代，诸侯国之间的争战也和封建时代一样，以土地和边界为核心诉求。但是逐渐地，每一个交战国家开始在经济上突破了封建时代对土地的限制，慢慢地在经济上形成了新的动力。参加的人员也不再仅限于贵族和平民，很多商人、资本家、新兴的产业主等等也开始加入进来。随着经济从2.0农业文明时代向3.0科技文明时代演进，争战中的政治组织方式、诉求也开始发生了变化。

欧洲国家之间最早的互相竞争，很快变成了对殖民地的争夺。殖民地给宗主国带来最重要的利益就是市场的规模，包括原材料的供给、产品的销售和劳动力的供给。作为第一个真正的全球帝国，大英帝国建立的最重要的秩序是一个以英殖民帝国和英镑为基础的全球自由市场体系，这个市场体系让它在大国竞争中最早取得了决定性的优势。所以从2.0农业文明向3.0科技文明演进初期，殖民侵略战争、欧洲强国之间的战争交错进行，土地和市场同时成为争夺的核心。

随着经济从2.0农业文明向3.0科技文明的加速演进，争战中的欧洲诸强国开始探索最适合3.0文明的政治组织方式，出现了一系列的制度创新，到20世纪已经形成三大阵营：以德、日、意为首的法西斯主义，以苏联为首的共产主义和以美、英为首的自由主义。经过近百年的竞争与战争，法西斯主义在二战中失败，苏联共产主义在冷战后破产，到了20世纪90年代初，自由主义取得了决定性的胜利，美国成为了世界秩序当之无愧的主导者，开启了今天世界的所谓“美国秩序”时代。历史似乎再一次终结。

## 四、美国秩序下的全球市场体系

二战胜利后不久，美国就从欧洲、日本等占领地撤军，美国是人类历史上

第一个在以土地争夺为目的的战争中胜利后却主动放弃占领土地的国家。这和之前的罗马帝国、中华帝国及大英帝国都截然不同。由此开启的美国秩序具有非常鲜明的3.0文明特点。如果说2.0农业文明时代的核心诉求是土地，在我看来，3.0科技文明的核心诉求就是市场的大小。决定一个经济体能否真正长期成功，就看该经济体市场的大小。市场经济是以个人和小组织（公司）为单位的分散组织方式，其能量的释放依赖于市场的大小，不受国家土地疆界的制约。这与以土地、国界为核心的2.0农业文明截然不同。作为战胜国和世界秩序的主导者，放弃占领土地并不等于美国放弃胜利果实。二战胜利后，美国通过建立一系列世界性组织，如联合国、世界银行、国际货币基金组织、布雷顿森林体系等构建了一个全球市场的严密体系，并始终牢牢把握着这个全球市场的规则制定权、市场准入权和制裁清除权。美国通过马歇尔计划让战后的欧洲盟国迅速成为这一市场的主要组成部分，对战败国德国、日本同样通过修改宪法将它们纳入这一体系，并通过一系列军事盟约，例如北大西洋公约组织、美日和美韩军事联盟等，在全球建起一整套军事基地网络，用以保护美国主导下的全球市场的运输和原材料供给安全。作为这一秩序的缔造者，美国一直拥有对全球市场的规则制定权、市场准入权和制裁清除权，并承担保护这一全球市场的主要军事和经济成本。这是美国秩序的核心。

除此之外，美国还建立并推广了一系列的意识形态，也就是它的软实力。正如2.0文明时代的中华帝国，在建立以法家为主体的帝国体制之外，又奉孔孟之道、儒家学说为正统，在精神上、文化上让帝国的民众心悦诚服。美国的意识形态包括提倡自由、民主、人权、宪政、法治，自由市场、自由竞争、自由贸易，私人财产神圣不可侵犯等理念。这套意识形态有足够的力量，能被今天世界上绝大多数人接受。正是在这些软硬实力交互作用下，美国制度取得了巨大的成功，从二战胜利开始，避免了世界规模的“热战”，维护了世界大体上的和平。在此基础上，美国还缔造了人类历史上最大的全球市场，尤其是在冷战之后，全球几乎每一个人都可以加入这个市场，由此创造了大量的财富，让人类达到了历史上最高的富足水平。同时，科学技术发展突飞猛进，即时通讯和互联网几乎把全球所有人都连在一起。人类在教育、妇女及少数族裔平等、脱离贫困、人权等多方面取得了前所未有的成就。全球人均寿命大大延长。殖民时代结束，几乎所有国家都成为独立自主的国家，因战争引起的死亡和暴力大大减少。二战之后的70年来，尤其是冷战之后的近30年，基本上无论哪个方面，都可以说是人类历史上最好的时代。而美国所尊崇的意识形态、“美国故事”也在全球范围内广泛传播，深入人心。美国文化、美国品牌日益成为全球文化和品牌。

但是，意识形态和权力实质是不同的。比如在中国，素来有“道统”和“政统”之争，道统就是儒家学说，政统就是帝王权术，区别是一直存在的。

美国也一样，存在着意识形态和权力实质的差距。在意识形态上，美国强调世界上人人平等，都享有普世人权。但是美国对内对外的政策区别很大，对不同的国家及其公民也区别对待，其国际关系政策与国内政策有时可以大相径庭，对于那些因为各种原因而站到美国对立面的国家尤其如此。例如，美国可以把古巴、朝鲜完全排斥在国际市场之外。古巴的例子尤为突出，它和除美国之外的很多大国都有外交关系，但因为受到美国制裁，未能进入到国际市场，本质上还是一个贫穷国家。美国也可以把原来的盟友、现在的敌人，例如伊朗，从国际市场的核心开除出去。苏联解体后，东欧因为在政治上进行民主化，被拉入到国际市场的核心，而俄罗斯在普京上台后则一直被排斥在边缘地带。中国实际上是一个特例，它和美国实行完全不同的政治制度，但又几乎完全融入了美国秩序下的全球市场。但是现在，美国几乎所有派别在对华政策上都认为现有的世贸组织（WTO）已经完全和中国现实不相容了。

美国在经济上的硬实力之一就是建立了以美元为中心的国际贸易、金融、投资结算体系，因此美国在理论上可以监控全球的每一笔跨境交易，无论是贸易、服务还是投资。全球所有银行的国际业务在某种意义上都在美国的控制之下，所以美国的制裁确实是很有效的。特朗普2019年单方面宣布退出伊朗核协议之后的情况就是一个证明。中兴、华为正在成为制裁政策的牺牲品。美国的硬实力还包括分布在全球的军事基地和美国经济本身的体量、内部广大的市场、开放的投资环境、充满竞争力的科学技术、世界一流的大学等等。所以每当全球金融危机来临时，美元及美元资产仍是全球投资人的避风港。这种情况甚至在2008年金融危机之后也并未改变。

在使用硬实力方面，美国在必要时，无论在军事上还是经济上都没有犹豫过。两次伊拉克战争，还有2008年危机后大规模地增发美元、用国际资本解救国内危机都是典型的例子。今天的全球市场实际上也被美国以亲疏关系分成三个层次：核心市场成员（大体以WTO成员国为划分）、外围市场参加国及完全的受制裁国，所以今天的全球市场仍然是美国秩序下的全球市场。正如我在前文中所说，3.0科技文明的铁律是最大的市场最终会成为唯一市场。美国给予的市场准入权其实决定了世界上任何其他国家繁荣或贫穷的程度。因为除了美国主导的这个唯一的高效率市场，其他独立运行的市场相较之下都效率低下，竞争力不足。

据李慎之回忆，在邓小平复出后访美的途中，他曾对李慎之讲过为什么他最重视中美关系。邓说，据他的观察，二战后凡是和美国好的国家都富了，凡是与苏联好的国家都贫穷。这个观察对今天国际秩序依然适用，是一个准确的描述。

当然，美国在历史上自身比较强大的时候主要靠软实力来维持秩序，虽然软实力的包装下永远有其硬实力的坚核。但是当它变得不太自信时，就会

抛开面子，赤裸裸地诉诸硬实力。凡是遭受过美国硬实力教训的人可能会相信，美国虽然对内民主，但对外其实是霸权。对其他国家市场准入及市场资格清除，选择性地制裁、惩罚，正是美国作为美国秩序缔造者的特权，是它硬实力的一部分。

特朗普上台以后的很多行为实际上是抛开了传统的美国意识形态，回归到权力实质。但他所行使的权力是美国一直都有的权力。就好比中国某个朝代的皇帝，不再讲儒家之道、仁义道德，在历史上可能遭人唾弃，被称为“暴君”，但在当时却没有人可以阻挡。同样，尽管美国所有的贸易伙伴都大声抗议特朗普的不合理贸易要求，但是很快，除中国之外，几乎所有国家都签署了对美国更有利的新贸易协议。所以特朗普上台倒是让大家更清楚地看到了美国秩序下的权力本质。

## 五、美国秩序下的中美关系

中国进入国际市场始于近代。1840年以前，中国基本上与国际贸易不发生关系。鸦片战争之后，中国以半殖民地的身份被迫参与到当时欧洲列强主导的国际贸易体系中。1949年中华人民共和国建国之后，经济上实行的是计划经济，对外关系上，同时和美、苏对抗，也因此隔离于美、苏主导的两大世界市场之外，基本上处在闭关锁国的隔绝状态。到了改革开放时代，中国在经济上实行了市场经济改革，政治上在保证社会稳定的前提下，大大放松了对个人和社会的管制，给了个人、社会、私营企业越来越大的空间。在对外关系上，与美国交好，并通过与美国的谈判加入WTO，最终全面融入了由美国主导的世界市场中，正式成为美国秩序下的国际市场的成员国，同时也自觉遵守美国秩序，韬光养晦，实现了经济起飞。

但这种情况在近些年发生了变化。随着国力的日益增强，中国与美国不兼容的方面越来越突出，在国际关系上开始对美国的竞争主导地位产生一定冲击，在美国之外建立了以自己为中心的国际经济组织。美国以全球25%的GDP份额承担了维护国际市场的主要军事成本。而中国GDP占到全球的15%，在美国看来，却几乎不承担维护国际市场的成本，甚至因为中国在国际事务中和美国的一些摩擦，还增加了美国维持秩序的成本。

美国在对华关系的态度方面，大概分成以下四个派别。一直到前几年，比较主流的派别是接触派（Engagement），他们认为中国进行市场经济改革对美国和整个国际社会都是好事，且经济的自由化必然会逐渐引入政治的自由化，中国会慢慢地变得更像美国，也即美国的“软实力”会对中国发生潜移默化的影响。主张这一派别的人基本上具有美国一贯的新教理想主义色彩。与接触派对应的是对华鹰派，他们认为在共产党的领导下，中国和美国的意识形态永远无法兼容，而且随着经济实力的日益强大，中国对

美国从竞争对手变成了潜在的敌人。第三个派别是务实派，大部分是商人，他们认为中国的崛起为美国的公司创造了很多商业机会。因为中美两国都是核武器大国，应该让中国进入到国际经济大循环中，从而避免核战争。同时在一些全球问题上主张获取中国的合作和支持，例如应对全球金融危机、核武器扩散、气候变化和伊斯兰极端恐怖组织等。最后一个派别就是支持特朗普上台的民粹派，主要由美国的中、下层阶级组成，在全球化和中国崛起的过程中，他们非但没有享受到好处，还成为了牺牲品，例如失业、产业空心化等等。这四个派别的不同看法一直都存在，但在最近几年，随着中国的一些变化，四派的观点慢慢有统一的趋势。基本上大家都越来越认为让中国加入WTO是一个错误，中国经济实力的提升成了美国秩序面对的最大挑战。接触派已经放弃了中国经济崛起可以引发政治变革的幻想，而慢慢靠拢于鹰派的观点，认为中国经济崛起会让其从美国的对手变为美国的敌人。民粹派则把美国社会因全球化和技术进步带来的贫富迅速分化、中产阶级的停滞完全归罪于中国。原本最支持中国进入全球贸易体系的务实派因为近些年中国在他们看来对于外企、民企的限制政策，也开始产生对华的敌意。美国一直缺少真正的“知华派”，很少人能从“同情的理解”出发，真正全面客观地，从长期、动态的角度来了解中国。相对而言，中国对美国的了解则更深刻一些。但无论如何，中美关系的现状就是美国对华的认识越来越靠近美国对俄罗斯的认识。俄罗斯在冷战之后，虽然和美国有过短暂的蜜月期，但是在普京上台以后，又开始成为西方的对手和潜在敌人。俄罗斯虽然加入了国际贸易体系，但由于西方对其各种制裁政策，尤其是近年因为吞并克里米亚受到的制裁，一直处在体系外围，没有进入世界市场的最核心圈。俄罗斯的经济一直以能源和自然资源为支撑，在除了军事之外的所有领域发展都相对落后，人口也一直在减少。可以想象20年之后，俄罗斯很可能将不再是一个大国。但是中国的情况不一样，在美国看来，中国颇有能取代过去苏联位置的潜力。特朗普的贸易战获得了美国社会各界的支持，政治精英、商业精英、平民、商人、政客等在这点上的看法基本一致。鹰派甚至主张把中国从WTO排除出去，或者建立一个新的没有中国的WTO，再和中国单独设立不同的贸易条件。这就是今天美国秩序下的中美关系的大背景。

目前中国已经进入到世界经济贸易体系的核心，这个过程已经持续了二三十年，且中国的经济体量已经达到全球GDP的15%。如果美国真的实行鹰派所主导的脱钩政策（Decoupling），也将面临很大阻力，而且在这个过程中将造成巨大的商业损失，甚至会把美国和全球都拉入到经济衰退的境地中。鹰派需要中国的“配合”，进一步激化中美矛盾才有可能长期推行脱钩政策。这在很大程度上解释了最近美国对华为的围猎，这是深思熟虑以后选择的精准目标。华为是中国高科技发展的顶峰，是中国最受人尊重的企业之一。但华为提供的产品和技术又处于安全性最为敏感的一个行业。这可以说是中国目前在高科技方面唯一超越了美国和全球的一个领域，而

这种领先容易激起各国的安全焦虑，美国很容易强化这种焦虑，挑起矛盾，逼迫中国采取激烈反应，使矛盾迅速走向极端。因为只有把中美关系推向敌对或准战争状态，中国退出国际市场造成的巨大损失和经济裂痕才会被民众所忽略。其他如台湾、香港、西藏、南海等问题都可以成为中美对抗的导火索。

今天这种形势，对中国的应对智慧是一个很大的考验。中国可以选择的空间有多大？今后发展的方向在哪里？在我看来，如果实现现代化、进入3.0科技文明仍然是中国的主要目标，那么实际上选择的空间并不大。

首先中国要避免犯一些重大的错误。第一个可能的错误是和美国鹰派针锋相对地斗争，造成无意间的合作，像俄罗斯一样成为现有美国秩序下的挑战者。这样做的结果基本可以预见，会让鹰派迅速把美国主流社会团结起来，美国将从与中国经济脱钩开始，推及英国、澳大利亚等说英语的五眼国家（Five Eyes），再加上欧洲、日本等，慢慢扩展到全球，把中国经济从世界贸易的核心推到外围，基本上就和俄罗斯今天的处境一样。这个过程虽然对于世界经济会造成巨大的短期损失，但并非不可能完成，而且长久来看，可能对美国长期利益还有好处。以华为为例，如果华为真的被彻底排除在世界主要市场之外，那么世界主要市场可能在5G方面的技术会短暂落后于中国和那些与中国合作的小国，但是被排除在世界主流市场之外的华为也只能在一个相对较小的市场中继续创新、流动。相反，那些暂时落后的西方通讯公司会在一个更大的市场中通过自由市场的交流逐渐上升，可以想象大概5年、10年、20年之后，在这个更大的市场中一定会诞生出更先进的科技，在那个时候，华为的领先地位多半难以维持。同样的道理，如果中国主动或被迫地退回到闭关锁国的状态，可能在相当一段时间内还能自给自足，但是时间一长，小的市场最终会被大的市场超越和压制，相对于大的市场的积极向上循环，中国经济会持续萎缩下去。

第二个可能的错误是在经济政策上走向民粹主义，政府对外资实施更多干预和排斥，技术上不论好坏都以民族企业为首选，进行封闭式的自力更生。虽然没有离开国际市场，但在原来的政策基础上进一步向民族主义倾斜。可以预见，这种选择尽管拖延了时间，但最终还是会让中国模式走上和西方自由资本主义模式对决的道路，或两败俱伤，或同归于尽。

人类在2.0农业文明时代生活了几千年，却只经历了200多年的3.0科技文明，在美国秩序下的3.0文明更只有短短几十年，因此我们下意识都还在用2.0文明的方式思考，仍然把2.0文明时代的目标当成3.0文明时代的目标。比如在2.0文明时代，土地是十分重要的。历代青史留名者大多是由于保家卫国、开疆拓土。但是，过去几百年的历史已经很清楚地表明，市场已经变得比土地更重要，3.0文明“青史”和2.0文明“青史”的评判标准可能已经不一样了。这就是为什么我要特意把两种文明以2.0、3.0加以区

别，提醒大家看到思考这些问题时通常的盲点。

今天有一种观点认为，中国经济体量已经太大，藏也藏不住，再韬光养晦已经不可能了。美国已经不能容忍中国经济继续增长。而中国的政治制度不可能改变，与美国的矛盾不可避免，可能将来必有一战，所以应该利用目前的国际形势努力建立以中国为中心的国际经贸体系，以便将来和美国秩序下的国际市场抗衡，甚至取而代之。这种观点既错读了美国秩序，也错估了中国的国内和国际实力。

美国秩序下的国际市场仍是自由竞争的市场，为WTO的每一个成员国都提供了平等竞争和发展的机会。德国、日本二战后从美国的敌人发展到今天分别占有世界GDP的5%和6%左右，而中国自改革开放以来，在全球GDP中的占比从1.75%上升到今天的15%，都是在美国秩序下才完成的。相反，美国在全球GDP中的占比从二战后的50%左右下降到了目前的25%，却仍在负担国际市场安全运行的主要成本，应该说美国秩序总体上是比较厚道、公平、合理的。在WTO内部还没有哪个主要经济体真正愿意离开。只要遵守规则，中国上升的空间仍然很大，美国的经济也仍然是世界上最有活力的经济，美国还没有对自身竞争力失去信心。

要想成为世界秩序的竞争者，不但内部要强大，还要有一套让国际社会大部分人接受的意识形态，以“中国故事”目前在全球主流文化的接受程度来看，中国暂时还不具备这种软实力。

在政治上，今天的美国秩序下，每个国家依旧有很大的发展空间。美国秩序主要针对的是国际市场的规则和准入、退出，对于各国的政治其实没有硬性的统治力。联合国承接的是主权国家的平等关系。所以事实上，不同的政治制度是可以在美国秩序下各自发展的，当然前提是不能直接挑战美国的地位。中国从很小的基数上升到全球GDP 15%的速度，本身就证明了这一点。持续增长的空间其实仍然很大。

不同的政治制度和3.0科技文明时代的经济并没有必然的绑定关系。因为在3.0文明时代，经济发展的过程中，政治也在不断变化。经济起飞时，几乎所有的国家都是相对集权的体制，即使是民主也是极少数人的共和式民主。比如英国工业革命早期是君主立宪制，在建立全球市场的过程中依靠的是殖民统治，可以说是一个很血腥的政治。美国在早期经济起飞的时候，可以投票的人不到10%，虽然不是殖民大国，却是当时最大的实行奴隶制的国家。更不用说日本、德国等国家，还曾走过法西斯和对外侵略的道路。但随着经济发展，生活的不断富足，西方主要国家慢慢走上了宪政、民主、人权、自由的道路。这种政治演进是3.0文明时代经济发展的结果而非原因。正因如此，美国秩序对发展中国家的政治从来没有统一的硬性约束，基本尊重每个国家自己的选择，每个国家都有自己的主权，在

联合国都是平等的，政治上也没有天然的对中国的歧视。如果中国能够把握好这样的机会，在不挑战且尊重现有国际市场准则的前提下，经济上进一步起飞的空间仍然非常大，并不一定要走向“修昔底德陷阱”。

在新型的大国关系中，要脱离“修昔底德陷阱”，需避免正面挑战美国，尊重美国作为3.0文明时代国际秩序的主导者，遵守目前的国际规则。另外在国内经济方面，要更加开放，让经济更加市场化、国际化，逐渐改革国企，从“管资产”到“管资本”，让国企真正市场化，迅速扩大内需，让中国市场为全球经济带来更多利益。同时在国际关系上，中国应该承担更多维护国际市场的成本，与其占全球GDP 15%的地位相称，并尽量通过支持美国主导的国际组织，分担应承受的成本。中国在2008—2009金融危机时期的表现堪称这方面的典范。面对危机，中国在国内通过“四万亿”及一系列相关刺激政策，在当时贡献了全球一半以上的经济增长。同时在国际上，配合美联储货币政策，购买了数千亿美元的美国国债，并和美国共同组建了G20，通过全球主要国家间相互协调的货币财政政策，有效地抑制了金融危机的蔓延，避免了30年代大危机的再现。中国在这一过程中，表现出了经济大国应有的国际担当，广受赞誉。

美国秩序本身也在一个演进的过程中。经济上的秩序相对比较强，军事上通过选择性的军事联盟也形成比较强的秩序，如北大西洋公约组织，美日、美韩等军事联盟，在各地所建的军事基地等。但在政治上主要依靠软实力，联合国尊重主权民族国家的平等关系，每一个国家都有自己的主权、自由、平等，即使在经济上受制裁，但在政治上是独立的、平等的。美国和它的盟国之间有点类似早期的松散邦联体制，这些盟国包括欧洲、五眼国家、日本、韩国等。而欧洲内部的欧盟逐渐形成了一个比较成熟的邦联体制。长远来看，3.0文明的铁律是最大的市场最终会成为唯一的市场。即使是那些被排除在全球化的市场核心之外的国家或组织，例如伊朗、朝鲜、ISIS等，虽然它们可以反对美国的价值观，但还是不得不承认和接受美元的价值。在全球市场绝对统一的趋势下，所有国家最终会在政治上越走越近，可以想象几十年或几百年后，不同国家在政治上的连接会越来越紧密。而现在人类面对的各种全球性挑战，也会使这种趋势越发有可能产生。

今天的全球性挑战其实已经不只是关系到某些国家了，比如全球气候变化，这个挑战需要所有国家作出贡献，尤其是那些经济快速发展中的国家。中国在这些领域中，完全可以成为富有责任感的世界领袖，让所有其他国家都心服口服。日益发展的高科技对于现有经济秩序的挑战，例如人工智能对就业的冲击，基因编辑、生物技术和信息技术革命对人类的一系列挑战等，在这些方面中国也可以提供有益的帮助。另外还有核武器威胁，大国竞争可能导致的核恐怖，这些是没有人能承担得起的风险。这几

个方面都给中国提供了在现有体系下可以发展的很多空间。

中国目前本身也存在一些问题，除了国际上的“修昔底德陷阱”，还有国内经济的“中产阶级陷阱”。解决国内的问题必须要靠经济的持续发展。这些问题解决好了，就都是发展中的问题。如果解决得不好，问题的性质就会发生变化，让中国在发展的陷阱里打转。中国要想发展，绝对离不开美国秩序下的全球国际市场。

今天我们生活在一个广义上的美国秩序时代。这个时代目前还处在演进的过程中，尚未达到最终的形态。就中国和全球其他国家的现状来说，社会政治组织的安排大多还处于2.5的阶段（2.0向3.0过渡的阶段），经济也是如此，处在一个逐渐演化的过程。从这个意义上来说，历史并没有终结。因为市场的高度统一，在这个市场中的国家、人民都应该形成某种社会政治组织上的互相协调，最终会以松散的邦联、紧密的邦联、还是联邦的形式进行组织，我们很难预测。这些社会政治组织形态都是2.0文明时代的产物，它们在3.0文明时代是否还适用，我们不得而知。在这个目标下，每个国家的政治制度安排可以有很多弹性。

中国创造了农业文明时代政治权力安排最好的制度，在政治权力的分配上实现了最早的公平。所以在进入3.0文明时代的过程中，中国不应该丢掉这个政治传统。而美国创造了3.0文明时代国际秩序上的高峰。中国应该能够在自身经验之上，汲取美国的有益经验，同时在此基础上，还要完成上文提到的三个主要目标：避免修昔底德陷阱，解决国内经济中产阶级陷阱和分担更多维护国际市场成本，最终实现全面的现代化。

## 六、科技文明时代的东西方关系

东西方关系中，当然中美关系是基石，但并不是唯一。中国与其他发达国家的关系同样重要，这在中美出现冲突的情况下尤为重要。

首先，3.0文明时代东西方关系也如中美关系一样，受到一些根本的刚性限制，任何一个政府、国家、领导人都不可能脱离开这些限制。

第一个限制是3.0文明铁律，一旦形成了一个强大的国际市场之后，任何一个国家都无法离开。无论哪个国家，只要离开了全球的唯一市场就会落后，离开的时间越长，落后的速度就越快，到最后还是不得已会返回这个市场。

第二个限制是在核武器时代，各个大国都具备把其他大国彻底消灭很多次，甚至把地球上所有生物都消灭的核打击能力，所以在这个时代，大国之间的关系就是共同毁灭原则（Mutually Assured Destruction），亦称

M.A.D机制。在这种机制下，理性的大国之间不可能展开全面无底线的战争。

第三个限制是3.0文明时代，全人类面对的一些特殊挑战只能依靠国际合作，尤其是大国之间的合作才能应对。比如因二氧化碳的温室效应所引发的全球气候变异，直接威胁到全体人类的生存状态，没有所有国家的共同应对，尤其是中国、美国的积极参与，基本不可能有效解决。对付那些有自杀倾向的极端恐怖分子，尤其是使用大规模杀伤性武器（核武、生化武器）的组织及个人，也是如此。另外，今天全球化的经济需要全球化的协同管理，尤其是遇到像2008-2009年全球金融危机时，国际合作，尤其是经济大国之间的合作，必不可少。从更长期看，解放3.0文明对石化燃料的完全依赖，为农业保留只有石化燃料才能提供的化肥，是人类长期生存的根本要求，也需要全体国家的共同努力。

由于这些刚性限制，大国之间不太可能发生全面、持久的战争；没有国家愿意离开国际市场，大国出于自身利益会努力保护现有国际市场体系；大国之间会在彼此及全体国家共同利益上深入合作。

然而，和平、合作并不等于没有竞争。客观来说，今天东西方关系仍然充满了不确定性。不仅美国，整个西方对于中国的崛起仍抱有深深的不安，东西方仍抱有相互的不信任。在一定的条件下，这种不安、怀疑也有可能恶化为全面敌意、冲突、对抗。

中国由于在近百年的历史中受制于西方，这种历史造成的对西方的不信任是完全可以理解的。对西方人来说，让东西方关系充满了不确定性的原因有很多。表面上看，文化、心理都是其中的原因。中国与西方属不同人种，有不同的文化历史与风俗习惯。中国人口数倍于西方。这样当中国经济、国际地位影响相对上升，美国、西方地位相对下降时，西方产生的心理不安、拒绝是完全可以预料的。当中国经济总量超过美国成为全球第一时，这种心理反应会更加强烈。在更深层次，西方的不安更多源于东西方政治制度、经济制度、价值观念上的不同。今天，中国政府在经济上还发挥着相当大的作用，在某些领域，看得见的手还处在主导地位。在这种情况下，西方很容易从最坏的情况出发，把今天的中国和二战之前的德国和日本自然地联想到一起。两种原因交织在一起加深了东西方的不信任。

从心理上，西方的这种恐惧是可以理解的。尽管如此，这种最坏的情况基本上不可能发生。因为人不可能两次走入同一条河流，历史是在变化的。今天我们已经知道德国和日本的结果，我们也已经知道3.0文明的铁律，中国不可能离开全球国际市场。即使当年德国、日本战胜了，也会和苏联一样最终在经济上失败。况且，中国自己也走过闭关锁国的道路，很明白这条路走不通，以中国人的聪明，断不会走这条回头路。更为重要的是，

目前中国的经济、政治制度是转型期的制度。中国有可能在今后的几十年上移中，实现全面的自由市场经济，并发展出具有中国特色的、结合科举制与宪政民主制的政治制度。当中国从经济上、政治上、文化上完成这个现代化的过程以后，中国的很多实践也会给西方社会提供很多非常有益的建议。

在这样的背景下，不安、怀疑、误解甚至敌意、冲突从历史的长程看都是暂时的，如果东西方的领导能够在中国向现代化的转型过渡中，用理性、智慧处理东西方矛盾，用合作、共赢维系东西方关系，今后几十年改革成功后的东西方关系自然会更加接近，互信合作更加紧密。

从中国的角度看，今后几十年，中国正处于全面实现现代化的最佳机遇期，争取中国实现现代化的最佳国际环境，应该是中国当前及今后几十年最大的国家利益。如果是这样，中国的国际政策应致力于维护国际自由市场经济秩序，维护世界和平，尽量避免与他国，尤其是经济大国的直接冲突，积极参与应对人类共同挑战的国际合作。在国际冲突中，无论有何收获，相较于获得实现现代化的最佳国际环境，都显得微不足道。

实现中国的最大国家利益，中美关系最为重要。中美之间，不仅有共同的利益，面临共同的挑战，同时在经济等多个领域有很强的互补性。在相当长的时间里，因为科技是3.0经济的第一推动力，美国在全球经济中的领导地位不会发生变化。尽管中国可能在经济总量上成为世界第一，但是在人均GDP和高科技的发展上，美国仍然领先。而中国的制造能力、市场纵深，都与美国互补。中美合作是维系区域和平、推动全球经济持续发展的基石。

尽管如此，中美关系完全有可能在短期甚至相当长的时间里走向冲突、对抗，局部战争的危险也不是没有。在这种情况下，中国维持好和其他主要发达国家的关系尤为重要。如果中国能够继续保持市场经济、对外开放，履行国际义务，积极分担诸如应对气候变化、节能减排等国际责任，欧洲与日本就不太会在中美之间彻底选边，这样中国就不会在最新的科技发展前沿掉队太多。即使在中美全面贸易封锁的情况下，中美也会通过第三方国家继续事实上的贸易。只要不发生彻底的闭关锁国，或者像苏联一样另行建立一个封闭的、没有西方发达国家参与的小型国际市场，所有的争端、冲突、对抗最终都可以和解。

在面对国际挑战时，中国最重要的对策是坚持改革开放，坚持市场经济，坚持不离开国际共同市场。

因为共同的利益，因为3.0文明的铁律，因为人类面临的共同挑战，因为历史提供的经验教训，使得东西方之间的不同、冲突、误解更可能是局部

性的、短暂的、可控的，不会是长期的。而东西方之间的信任、合作、共同利益、发展，会成为本世纪下面几十年最大的主流。

## 人类未来的共同命运

无穷发展的科技和无穷增长的人的需求有机结合，是3.0文明最根本的动力。但是以今天的发展速度，再过几百年，这些科技的发展又可能会把人类带向一些始料未及的方向。

比如我们考虑人对于外貌的追求，对时尚的追求，这些追求已经让整容手术发达到人们对外表有了越来越大的选择权，将来科技的进一步发展，会让人和人之间的区别变成一种个人喜好和选择。比如说皮肤的颜色，有人喜欢白色皮肤，有人喜欢棕色皮肤，有人喜欢黑色皮肤，完全可以变成个人的选择。外貌长相，甚至男女性别都可以自由选择。由于科技的发展和市场的结合，只要有人的需求，这些都会发生。

人的其他文化方面的不同也会发生变化。文化是人在出走非洲之后，在过去6万年里分布在全世界各个不同的地区，为适应当地的气候条件，发展出来的独特的信仰体系、生活方式的总和，文化区别了不同地区之间的人。但是这些区别会在今后成为个人的选择、喜好。

语言未来也可以即时翻译，让世界各地的人可以用自己的语言，通过同声翻译技术彼此交流。不过从语言的开发角度来讲，语言本身也有规模效应，英语已经成为全球最大的开放系统，就像当年微软的视窗系统、今天的安卓，在英语共同平台上的应用是最多的，最有创造性的人都在使用。所以共同创造性的工作恐怕还是会使用同一种语言，但是学习会变得越来越容易，翻译成其他语言也会越来越容易。食物也是一样，生活习惯也会改变。比如很多亚洲人现在还是乳糖不耐受，但是这些很快就会被科技改变，任何人都可以去品赏不同风味的食物。

举这些具体例子就是为了说明，在过去几万年里分割人的最根本的区别，将来都可能会变成个人的选择，不再是历史的传承。这样，基于民族、文化、宗教信仰的传统国家基础也会发生变化，很多原来存在的基础就逐渐消失了。对于宗教来说，凡是特别具体的预测慢慢都会被科学证否，但是它的基本意义仍然存在。宗教最终要解决的主要是基本的世界观问题：人从哪儿来，人的本性，人生存的意义，人死后的去向等。对这些，科学都会提供越来越好的解释，甚至将来会替代宗教的解释。但是宗教另一个功用是慰藉人的灵魂，安抚人的痛苦，给生活带来意义，使人对未来充满信心和希望。这一点无论是宗教，还是传统艺术、哲学，都会慢慢越来越趋同：人类共同的体验，对艺术、对信仰、对哲学、对爱与同情的体验共性会越来越强。所有能存活下来的宗教的共性，就是人和人之间的同情，尤其是共情（Compassion）。以此为基础就会形成普世性的宗教。而艺术也

越来越会成为人类共同的精神源泉。

与此同时，3.0文明的社会因为其铁律，形成了全球唯一的共同市场，因此也需要面对管理全球共同经济市场的挑战。这样在原来2.0时代发展出来的国家体系就变得不够用了，原来的国家基础也发生变化，所以在原有民族国家的基础上，新的全球性政府管理体制不仅可能，而且很可能会成为一种必然。全球政府管理全球共同经济市场，共同协调金融政策、财政政策。全球政府也更有能力应对全体人类共同面临的挑战，无论是核武、生化恐怖活动、全球气候变异，还是石化资源的最终衰竭。气候的变化越来越极端，人为影响的二氧化碳造成的温室效应越来越明显，这确实是对所有人类、全部国家、任何地区都造成的一个巨大的变化。在今后更长的时间里，米兰科维奇循环还存在，甚至因为人为的活动变得更剧烈。人类现在已经得到了过去70万年的气候记录，也了解了气候在很长的时间范围内，变化可以异常巨大，只有全球政府才能应对。

另外一个长期性的挑战是资源上的，工业革命从煤炭和蒸汽机的结合开始，后又出现了内燃机和石油的结合，接着又产生了石化燃料和电力的结合，在电力的基础上发展出了今天整个文明的基础。可以说我们整个的3.0文明是建立在石化燃料的利用上，3.0科技之所以强大，也是因为石化资源比光合作用转化的能源要高得多。石化资源最早也是通过光合作用形成的，但是它是作为有机物残骸储藏在地下，通过化学反应，经过几百万、甚至上亿年的积累浓缩而成，所以石化燃料才有如此强大的单位能量密度。它是地球积攒了几亿年后留给人类的宝贵遗产。但是，这份遗产尽管丰厚仍是有限的。以我们现在如此浪费的使用方式一定有一天会用完。这个时间可能是几百年，也可能是上千年，但一定是会用尽的。那么未来的能源是什么？而且人类农业离不开以石化资源为基础的化肥，那时人类如何解决食物问题？这是人类共同面临的一个巨大的挑战。

科技会让人共同的认同感更加加深，让人和人的区别，传统民族国家之间的区别逐渐减少以至消失。而3.0文明的全球共同市场，会让人的共同利益也加深，面对人类共同的挑战也需要共同面对。这样全球政府成为一种合理选择。事实上，人类在历史上已经在这方面有了很多有益的尝试。比如中国在早期，经过对100多个民族的征服、殖民、同化，最终形成了中华民族。比如说美国，作为一个多个民族、多种文化的大熔炉，在过去200年里有了成功的实践。又比如说欧盟，在经过几百年的相互战争之后最终从共同市场向共同政府过渡。这些都是很成功的实践。人类在二战之后几十年中发展出来的国际组织，无论是联合国、世界银行、国际货币基金组织、WTO、还是G20，都是国家之间成功合作的典范。所以在未来的几百年里，全球政府也是一个可以预期的趋向。

从更长远看，人类将面对的另外一个大挑战是地球对人的承受极限。自从

50年前发明了以硅材料为基础的机器计算芯片之后，我们在硅芯片上实现的计算速度，每过18个月以双倍的速度在增长。按照这个速度再过几十年，硅材料的智能计算能力，就可以和人脑的计算能力相当，甚至赶超大脑。这样人脑就可以和机械的大脑第一次兼容，或者人们可以把大脑里面所有的存量、记忆、DNA输入到机器上，用这种形式延长大脑的寿命。当然，大脑不仅是一个以碳材料为基础的有机超级计算机，还是一个有机信号传输中心，对此我们今天还所知甚少。但是我们今天在人的其他器官上已经做到了这点，而且将来还会越来越完善。比如仿生学可以通过血液承载的信号，让义肢和自然肢体产生同样的运动。科学研究出来的机器力量让肌肉力量可以延伸出无穷大的倍数。如果机器脑和大脑的运算速度相当甚至于更快，如果我们对大脑的有机化学部分了解得更多，机器脑有可能成为大脑的延伸，修补、取代就变得非常可能，而且不会丢掉原来大脑的个性。也就是说机器脑可以替代以碳为基础的大脑。硅和碳，无机物和有机物，最基本的不同就在于寿命，有机大脑寿命有限，无机硅大脑寿命要长得多。所以人的寿命也会发生一些变化，被赋予一些新的含义。如果人和机器合二为一，或者是人对其他器官的修补能力使人的寿命——至少是某种意义上的生命几乎可以无限期地延长，那么人口总有一天会超过地球承受的能力。人类人口从十几万年前的2万人，到现在的70亿人，已经是一个巨大的变化。可以想象，在未来几百年、几千年里，如果人的寿命可以无限增加，地球的承受能力一定会在某一时间达到饱和状态，那时人就需要走出地球，在其他星球上寻求新的生存空间，就像6万年前走出非洲一样。

在过去6万、7万年中，自走出非洲后，人类曾面对过无数的挑战，也经历过无数的变迁，不变的是人类应对挑战的过程中所表现出的巨大创造力和进取心，这种强大的力量一直是支撑人类文明发展的最重要动力。不错，人类身上当然有动物性，历史确如莫里斯所言是由懒惰、贪婪、恐惧的人类，在寻找更安全、容易、有效的方法做事时创造的。所有的动物都是如此，但是我们所使用的工具非同凡响，和其他任何动物都不同。人类大脑里所释放出来的强大的创造力和进取心，由艺术所表达出来的非凡的精神力量，让我们从最早的非洲祖先开始走出了一条漫长的道路，在十几万年时间里彻底征服了地球，而且在不远的将来，可能还会再次走出地球，走向茫茫的宇宙，重新寻找新的家园。未来仍然值得期待。

下篇

# 价值投资与理性思考

# 价值投资与中国

# 价值投资在中国的展望
## ——2015年10月在北京大学光华管理学院的演讲

首先感谢光华管理学院，感谢姜国华教授和我们共同开设这样一门以讲授价值投资理念为主的课程。价值投资课在这个时候开我认为非常有意义。这样的课程在国内据我所知是第一门也是唯一一门。这个课程在全球也不多，据我所知只有哥伦比亚大学有这样一门课，大概在八九十年前由巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆最早开设。喜马拉雅资本很荣幸支持这一课程。

我今天在这里主要想跟各位同学探讨四个问题：

首先，选这门课的同学们估计将来很多人都会进入金融服务和资产管理行业，所以我想先谈谈这个行业的基本特点，以及这个行业对从业人员的道德底线要求；

第二，作为资产管理行业，我们需要知道，从长期来看，哪些金融资产可以让财富持续、有效、安全、可靠地增长？

第三，有没有办法可以有效地、通过努力让你成为优秀的投资人，真正地为客户提供实在的服务，保护客户的财产，让他们的财富能够持续地增加？什么是投资的大道、正道？

第四，那些在成熟的发达国家里已经被证明行之有效的金融资产投资方法对中国适不适合？中国是不是特殊？是不是另类？价值投资在中国是否适用？

这些都是我思考了几十年的问题，今天在此跟大家交流讨论。

### 一、资产管理行业的独特性及其对从业人员的底线要求？

资产管理是一个服务性行业，它和其他服务业相比有什么特点？有哪些地方和其他的服务行业不一样？我认为有两点不一样。

第一点，这个行业里的用户在绝大多数时间里，不知道、无法判断产品的好坏。这和其他几乎所有的行业都不太一样。比如一辆车，用户就可以告诉你，这辆车是好，还是不好；去吃饭，吃完饭就会知道这个餐馆的饭怎么样，服务如何；你去住一个酒店、买一件衣服……几乎所有的行业，判定产品好坏很大程度上是通过客户的使用体验。但是绝大多数时候，资产管理行业的绝大部分消费者其实没有办法判断某个产品到底好还是不好，

也没有办法判断得到的服务是优秀的还是劣质的。

不光是消费者、投资人，即使从业人员自己——包括今天在座有很多业界的顶级大佬——去判断资产管理业另外一个产品、另外一个服务的质量水平也很难，这是金融行业尤其是资产管理行业，与其他几乎所有服务性行业完全不同的地方。你给我一份业绩，如果只有一年两年的业绩，我完全没有办法判断这个基金经理到底是不是优秀。（即便给我）5年、10年的业绩也没法判断。必须要看他投资的东西是什么，而且在相当长的时间以后才能做出判断。正是因为没有办法判断（产品和服务的优劣），所以绝大部分理论都和屁股决定脑袋有关。

另外一个最主要的特点是，这个行业总体来说报酬高于其他几乎所有行业，也常常脱离对客户财富增长的贡献，实际上真正为客户提供的服务非常有限，产品很多时候只是为从业人员自己提供了很高的回报。其定价结构基本上反映了这个行业从业人员的利益，几乎很少反映客户的利益。一般的行业总是希望能够把自己的服务质量提高到很高的水平，让消费者看得很清楚，并在这个基础上不断溢价。但是资产管理这个行业无论好还是不好，大家的收费方法都是一样的，定价基本上是以净资产的比例计算。不管你是不是真正为客户赚到了钱，结果无论怎样你都会收一笔钱。特别是私募，收费的比例更高，高到离谱。你赚钱时收钱，亏钱的时候也要收钱。虽然客户可以去买被动型的指数基金，但即便你（基金经理）的业绩比指数基金差很多，你一样可以收很多的钱，这其实就很不合理。

大家想进入到这样一个行业，我想一方面是对知识的挑战，另一方面是因为这个行业的报酬。这个行业的报酬确实很高，但是这些从业人员是不是值那么高的报酬是个很大的问题。

这两个特点加在一起就造成了这个行业一些很明显的弊病。例如，这个行业的从业人员参差不齐、鱼目混珠、滥竽充数，行业标准混乱不清，到处充斥着似是而非的说法和误导用户的谬论。有些哪怕是从业人员自己也弄不清楚。

这些特点，对所有从事这个行业的人提出了一些最根本性的职业道德要求。

我今天先谈这个问题，是因为很多在座的同学将来会成为这个行业的从业者，而这门课程的终极目标也是希望为中国的资产管理行业培养未来的领袖人才。因此，希望你们进入这个行业时首先谨记两条牢不可破的道德底线：

第一，把对真知、智慧的追求当作是自己的道德责任，要有意识地杜绝一

切屁股决定脑袋的理论。一旦进入职场你就会发现几乎所有的理论都跟屁股和脑袋的关系紧密相连，如果你思考得不深，你很快就把自己的利益当作客户的利益。这是人的本性，谁也阻挡不了。因为这个行业很复杂，这个行业里似是而非的观点很多，这个行业也不是一个精确的科学，而是包含好多判断。所以我希望所有致力于进入这个行业的年轻人都能够培养起这样一个道德底线，就是把不断地追求知识、追求真理、追求智慧作为自己的道德责任。作为一个行业的明白人，不会有意地去散布那些对自己有利、而对客户不利的理论，也不会被其他那些似是而非的理论所蛊惑。这点非常非常重要。

第二，要真正建立起受托人责任（Fiduciary Duty）的意识。什么是受托人责任？客户给你的每一分钱，你都把它看作是自己的父母辛勤劳动、勤俭节省、积攒了一辈子、交到你手上去打理的钱。钱虽然不多，但是汇聚了这一家人一生的辛苦节俭所得。如果把客户的每一分钱都当作自己的父母节俭一生省下来让你打理的钱，你就开始能够理解什么叫受托人责任。

受托人责任这个概念，我认为多多少少有些先天的基因在里面。我所了解的人里或者有这个基因，或者没有这个基因。在座各位无论是从事这个行业还是将来要把自己的钱托付给这个行业，一定要看自己有没有这种基因或者去寻找有这种基因的人来管你的钱。没有这种基因的人，以后无论用什么方式，基本上都没有办法让他有。如果你的钱交到这些人手里，那真是巨大的悲剧。所以如果你想进入这个行业，最基本的，先考验一下自己，到底有没有这个基因？有没有这种责任感？如果没有的话，我劝大家一定不要进入这个行业。因为你进入这个行业一定会成为无数家庭财富的破坏者、终结者。08年、09年的经济危机很大意义上就是因为这样一些不具备受托人责任的人长期的所谓成功的行为最后导致的，这样的成功是对整个社会的破坏。

这是我给大家提的关于进入这个行业最基本的两个道德底线。

## 二、作为资产管理行业，我们需要知道，从长期看，哪些金融资产可以让财富持续、有效、安全可靠地增长？

下面我们来回答第二个问题，从长期看，哪些金融资产真正地能够为客户、为投资人实实在在地提供长期可靠的财富回报？我们刚经历了股灾，很多人觉得现金是最可靠的，甚至很多人觉得黄金也是很可靠的。我们有没有办法衡量过去这些资产的长期表现到底是什么样的？那么长期指的是多长时间呢？在我看来就是越长越好。我们能够找到的数据，时间越久越好，最好是长期、持续的数据。因为只有这样的数据才能真正有说服力。在现代社会里，西方发达地区是现代经济最早的发源地，现代市场也成熟

得最早。它的市场数据最大，它的经济体也最大，所以最能说明问题。这里我们选用美国的数据，因为它的时间比较长，可以把数据追溯到200年前。下面我们来看一下美国的表现。

宾州大学沃顿商学院的西格尔教授（Jeremy Siegel）在过去几十年里兢兢业业、认真地收集了美国在过去几百年里各个大类金融资产的表现，把它绘制成图表，给了我们非常可靠的数据来检验。这些数据可以可靠地回溯到1802年，今天我们就来看一下，在过去200多年的时间里，各类资产表现如何呢？（见图7）

第一大类资产是现金。最近股市的上下波动，让中国很多老百姓更加意识到现金的重要性，可能很多人认为现金应该是最保值的。我们看一看在过去200年里现金表现如何。如果1802年你有1块美金，今天这1块美金值多少钱？它的购买力是多少？从图1可以看到，答案是5分钱。200多年之后1块钱现金丢掉了95%的价值、购买力！原因我们大家都可以猜到，这是因为通货膨胀。下面我们再来看一下其他类的金融资产。

对传统中国人来说，黄金、白银、重金属也是一个非常好的保值的方式。西方发达国家在相当长的一段时间里一直实行金本位。黄金的价格确实增长了，但进入20世纪我们看到它的价格开始不断在下降。我们来看一看黄金作为贵重金属里最重要的代表在过去200年的表现。在200年前用一块美金购买的黄金，今天能有多少购买力？我们看到的结果是3.12美金。这显然确实是保值了，但是如果说在200年里升值了三四倍，这个结果也是很出乎大家预料的，并没有取得太大增值。

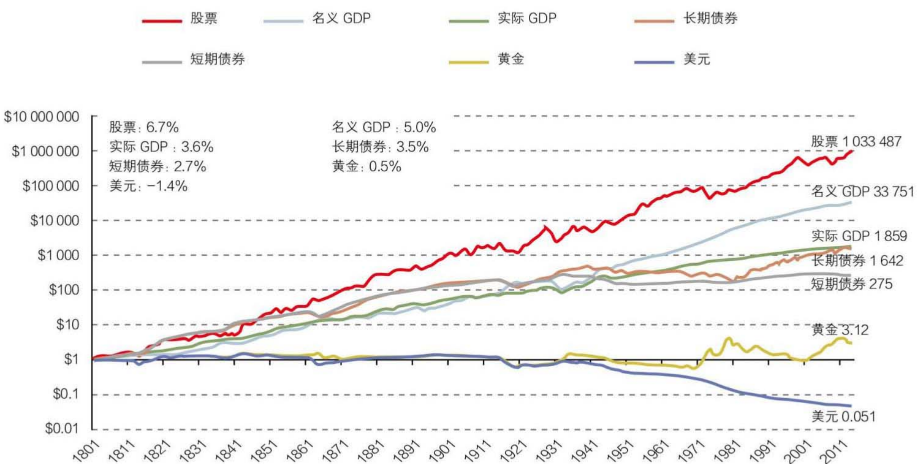


图7 美国自1801年至今大类资产的回报表现

来源：Siegel, Jeremy, *Future for Investors* (2005), Bureau of Economic Analysis, Measuring Worth.

我们再来看短期政府债券和长期债券，短期政府债券的利率相当于无风险利率，一直不太高，稍稍高过通货膨胀。短期债券200年涨了275倍；长期债券的回报率比短期债券多一些，涨了1600多倍。

接下来再看一看股票。它是另外一个大类资产。可能很多人认为股票更加有风险，更加不能保值，尤其是在经历了过去3个月股市上上下下的起伏之后，我们在短短的8个月里面同时经历了一轮大牛市和一轮大熊市，很多人对股票的风险有了更深的理解。股票在过去200年的表现如何？如果我们在1802年投资美国股市一块钱，今天它的价格是多少呢？

我们现在看到的结果是，1块钱股票，即使除掉通货膨胀因素之后，在过去200年里仍然升值了100万倍，今天它的价值是103万。它的零头都大于其他大类资产。为什么会是这样惊人的结果呢？这个结果实际上具体到每一年的增长，除去通货膨胀的影响，年化回报率只有6.7%。这就是复利的力量。爱因斯坦把复利称之为世界第八大奇迹是有道理的。

上面这些数字给我们提出了一个问题，为什么现金被大家认为最保险，反而在200年里面丢失了95%的价值，而被大家认为风险最大的资产——股票则增加了将近100万倍？100万倍是指扣除通货膨胀之后的增值。为什么现金和股票的回报表现在200年里面出现了这么巨大的差距？这是我们所有从事资产管理行业的人都必须认真思考的问题。

造成这个现象有两个原因。

一个原因是通货膨胀。通货膨胀在美国过去200年里，平均年化是1.4%左右。如果通货膨胀每年以1.4%的速度增长的话，你的购买力实际是每年在以1.4%的速度在降低。这个1.4%经过200年之后，就让1块钱变成了5分钱，丢失了95%，现金的价值几乎消失了。所以从纯粹的数学角度，我们可以很好地理解。

另外一个原因，就是经济的增长。GDP在过去200年里大约增长了33000多倍，年化大约3%多一点。如果我们能够理解经济的增长，我们就可以理解其他的现象。股票实际上是代表市场里一定规模以上的公司，GDP的增长很大意义上是由这些公司财务报表上销售额的增长来决定的。一般来说公司里有一些成本，但是属于相对固定的成本，不像销售额增长这么大。于是净利润的增长就会超过销售额的增长。当销售额以4%、5%的名

义速度在增长时，净利润就会以差不多6%、7%的速度增长，公司本身创造现金的价值也就会以同样的速度增长。我们看到实际结果正是这样。股票的价值核心是利润本身的增长反映到今天的价值。过去200年股票的平均市盈率在15倍左右，那么倒过来每股现金的收益就是15的倒数，差不多是6.7%左右，体现了利润率对于市值估值的反映。因此股票价格也以6%、7%左右的速度增长，最后的结果是差不多200年里增长了100万倍。所以从数学上我们就会明白，为什么当GDP出现长期的持续增长的时候，几乎所有股票加在一起的总指数会以这样的速度来增长。

这是第一层次的结论：通货膨胀和GDP的增长是解释现金和股票表现差异的最根本原因。

下面一个更重要的问题是，为什么在美国经济里出现了200年这样长时间的、持续的、复利性的GDP增长，同时通货膨胀率也一直都存在？为什么经济几乎每年都在增长？有一些年份会有一些衰退，而有一些年份增长会多一些。但在过去200年里，我们会看到经济是在不断向上的。如果我们以年为单位，GDP几乎就是每年都在增长，真正是长期、累进、复利性的增长。如何来解释这个现象呢？这个情况在过去200年是美国独有的？还是在历史上一直是这样？显然在中国有记载的过去三、五千年的历史中，这个情况从来没有发生过。这确实是一个现代现象，甚至对中国来说一直到30年以前也没有发生过。

那么我们有没有办法去计量人类在过去几千年中GDP增长基本的形态是什么样的？有没有持续增长的现象？

要回答这个问题，我们需要另外一张图表。我们需要弄明白在人类历史上，在文明出现以后，整体的GDP、整体的消费、生产水平呈现出一个什么样的变化状态？如果我们把时间跨度加大，比如回归到采集狩猎时代、农耕时代、农业文明时代，这个时候人类整体的GDP增长是多少呢？这是一个十分有趣的问题。我手边正好有一张这样的图表。这是由斯坦福大学一位全才教授莫里斯（Ian Morris）带领一个团队在过去十几年里，通过现代科技的手段，对人类过去上万年历史里攫取和使用的能量进行了基本的计量做出来的。过去二三十年各项科技的发展，使得这项工作成为可能。在人类绝大部分的历史里面，基本的经济活动仍然是攫取能量和使用能量。它的基本计量和我们今天讲的GDP关联度非常高。那么，在过去16000年里，人类社会的基本GDP增长情况怎么样？

图8代表了斯坦福团队的学术成果，最主要的一个比较就是东方文明和西方文明。

从图8我们可以看到在过去一万多年里整个文明社会的经济表现：蓝线代

表西方社会，最早是从两河流域一直到希腊、罗马，最后到西欧、美国等等；红线代表东方文明，最早是在印度河流域、中国的黄河流域，后来进入到长江流域，再后来进入到韩国、日本等等。左边是16000年以前，右边是现代。从这两个社会过去16000年的比较看，如果不采取数学手段，曲线基本一直是平的。东方社会和西方社会有一些细小的差别，如果做一下数学处理，会看到更细小的区别，但是总的来说在过去的一万多年里面，增长几乎是平的。在16000年这段相当长的时间里，在农业文明里，人类社会的发展不是说没有，但是非常缓慢，而且经常呈现出波浪式的发展，有时候会进入到高峰，但总有一个玻璃顶突破不了。于是它冲顶之后就会滑落，我们大概看到了三四次这样的冲顶，然后一直在一个比较窄的波段里面上下浮动。但是到了近代以后，我们看到在过去的300年间，突然之间人类文明呈现出一个完全不同的状态，出现一个巨幅的增长，大家可以看到这几乎就是一个冰球棍一样，1块钱变成100万这样的一个增长。

如果我们截取图8其中一段再放大，把这二三百年的时间拉得更长一点，你就会发现这个图其实和图7非常地相像（见图9）。200年里的GDP和200年里的股票表现也非常非常地相像。如果你再把它缩短，最后的结果是，你会发现它几乎是直上。这个从数学上讲，当然是复利的魔力。但是也就是说，这种一个经济能够长期持续以复利的方式来增长的现象，在人类16000年的记载里从来没有发生过，是非常现代的现象。

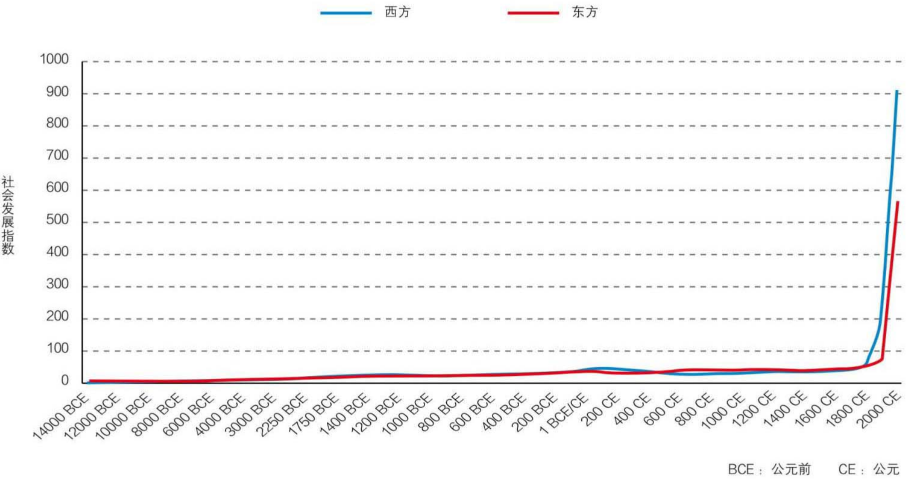



**图8** 人类文明在过去一万多年的经济表现

来源：Ian Morris, *Social Development*, 2010.

在相当长的一段历史里，人类的GDP一直是平的。中国的GDP尤其如此。从过去500年的图中可以看得更清楚，在分界点上，西方突然在这时候起来了，而东方比它晚了差不多100年。这100年东方的崛起主要是以日本为代表。

要想理解股票在过去200年的表现以及今后20年的表现，必须看懂并能够解释这条线——过去人类文明的基本图谱。不理解这个，很难在每次股灾的时候保持理性。每次到2008、2009年这样的危机的时候都会觉得世界末日到了。投资最核心的是对未来的预测，正如一句著名的笑话所言，“预测很难，尤其是关于未来”。为什么（人类文明在过去200年的经济表现）会是这样？不理解这个问题的确很难做预测。关于这个问题，我思考了差不多30多年。我把我长期的思考整理成了一个长篇的论文（本书上篇），大家如果对这个问题有兴趣可以参考。

我把人类文明分断成三大部分。第一部分是最早的狩猎时代，始于15万年以前真正意义上的人类出现以后，我叫它1.0文明。人类文明在相当长的时间里基本和其他的动物差别不是太大，其巨大的变化发生在公元前9000年左右，农业和畜牧业最早在两河流域出现的时候，同样的变化在五六千年前从中国的黄河流域开始出现，带来人类文明第二次伟大的跃升。这时，我们创造GDP的能力已经相当强，相对于狩猎时代，我叫它2.0文明，也就是农业和畜牧业文明。这个文明状态持续了几千年，一直到1750年左右，其GDP曲线基本相对来说是平的。在此之后突然之间出现了GDP以稳定的速度每年都在增长的情况，以至于到今天我们认为GDP不增长是件很反常的事，甚至于中国目前GDP的增长从10%跌到7%也成为一件大事。GDP的持续增长是一个非常现代的现象，可是也已经在每个人的心里根深蒂固。要理解这个现象，也就是现代化，我就姑且把它称之为3.0文明。

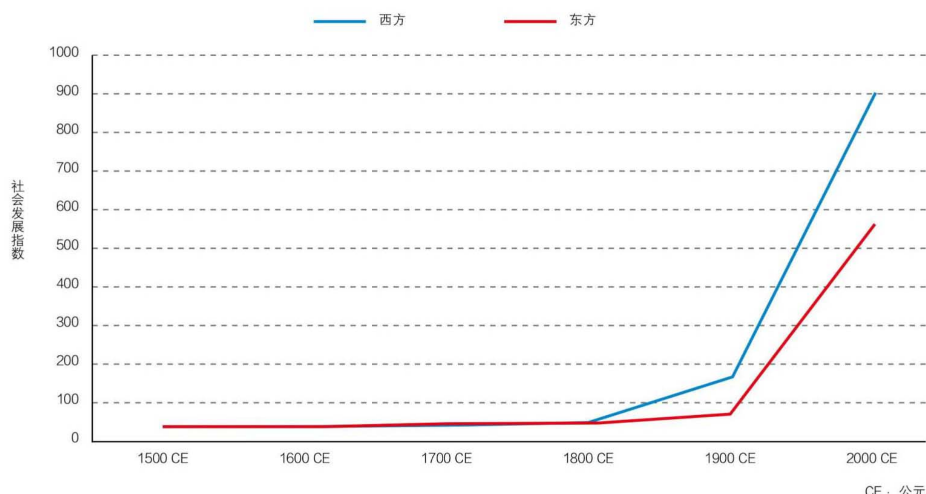



**图9** 人类文明在过去五百多年的经济表现

来源：Ian Morris, *Social Development*, 2010.

这样的划分，能够让我们更加清楚地理解3.0文明的本质是什么。整个经济出现了持续性的、累进性的、长期复利性的增长和发展，这是3.0文明最大的特点。出现了现代金融产品的可投资价值，这时才有可能讨论资产配置、股票和现金。没有这个前提的时候，这些讨论都没有意义。因此要想了解投资、了解财富增长，一定要明白财富创造的根源在哪里。最主要的根源就是人类文明在过去200年里GDP持续累进性的增长。那么3.0文明的本质是什么呢？就是在这个时期，由于种种的原因，出现了现代科技和自由市场经济，这两者的结合形成了我们看到的3.0文明。

在本书上篇中，我详细地讲述了人类文明在过去一万多年里演化的过程，并用两个公式来理解自由市场经济，1＋1＞2和1＋1＞4。到了近代，文明演化最根本的变化是出现了自由交换。在亚当·斯密和李嘉图的分析下，经济上的自由交换实际上就是1＋1＞2。当社会进行分工的时候，两个人、两个经济个体进行自由交换创造出来的价值比原来各自所能够创造的价值要多很多，出现了附加价值。于是参加交换的人越多，创造的附加价值就越高。这种交换在农业时代也有，但是现代科技出现以后，这种自由交换加倍地产生了更多的附加价值。原因就是知识也在互相地交换，不仅仅是产品、商品和服务。知识在交换里产生的价值更多。按照我的讲法，这就是1＋1＞4，指两个人在互相讨论的时候，不仅彼此获得了对方的思想，保留自己的思想，还会碰撞出一些新的火花。知识的自由分享，不需要交换，不需要大米换奶牛，结合在一起就开始出现了复利式巨大的交换

增量的增长。每次交换都产生这么大的增量，社会才会迅速创造出巨大的财富来。

那么当这样一个持续的、个体之间的交换可以放大几十亿倍的时候，就形成了现代的自由市场经济，也就是3.0文明。只有在这样一个交换的背景下，才会出现经济整体不断地、持续地增长。这样的经济制度才能够把人的活力、真正的动力全部发挥出来。这在人类制度的创造历史上，大概是最伟大的制度创造。只有在这种制度出现了之后，才出现了我们讲的这种独特的现象，即经济的持续发展。对这个问题有兴趣的同学可以去参考我的论文，今天在这我就不多讲了。（我想说明的是：）经济持续的增长的表现方式就是持续的GDP增长。

通货膨胀实际上就是一个货币现象，当货币发行总量超过经济体中商品和服务的总量的时候，价格就会往上增长。为什么增长呢？当然因为经济不断增长，就需要不断地投资。在现代经济里，这要通过银行来实施。银行要想收集社会上的闲散资金，需要付出储蓄利率。这个储蓄利率必须是正的，使得它的放贷利率也必须是正数。这样整个经济里的钱要想去增长，就要提前增量；要想实现实体经济增长，就要提前投资。这个时间差，就使得通货膨胀成为一个几乎和GDP持续增长伴生的现象。你首先要投资，这些投资变成存货、半成品，然后再变成成品。在这个过程中，你需要先把钱放进去。所以你先放的这笔钱，实际上已经超过了当时这个经济里货物、服务的总量。于是这个时间差就造成了通货膨胀和GDP持续增长伴生的现象。这两个现象从数学上就直接解释了为什么现金和股票在长期里产生了这样巨大的差别。你要明白其然，就要明白其所以然。要明白为什么是这个样子。

## 三、什么是投资的大道？怎样成为优秀的投资人？

如果是这样的话，对个人投资者来说，比较好的办法是去投资股票，尽量避免现金。但这里面很大的一个问题就是，股票市场一直在上下波动，而且在短期我们需要资产的时候，它变化的量通常很大，时间也通常会很长。

从表1我们可以看到，美国股市过去200年平均回报率差不多是6.6%，每六十几年的回报率也差不多是这个数字，相对来说，比较稳定。可是当我们把时间放得更短一些的时候，你就会发现它的表现很不一样。例如战后从1946年到1965年，美国股市的平均回报率是10%，比长期回报率要高很多。可是在接下来的15年里，1966—1981年，不仅没有增长，而且连续15年价值都在跌。在接下来的16年里，1982—1999年，又以更高的速度，13.6%的速度在增长。可是接下来的13年，又开始进入一个持续的下

跌的过程。整个13年的时间里，价值是在下跌的。所以才有凯恩斯著名的一句话：“长期来看，我们都死了（In the long run we are all dead）。”毕竟每一个人投资的时间是有限的。绝大部分投资人有公开记录的时间也就是十几、二十年。可是如果赶上1981年，或者2001、2002年，十几年的收入都是负的。所以作为投资人，如果看股票这样长期的表现，那投资股指就可以了。可具体到对个人有意义的时间段，会发现可能连续十几年的时间里面股票回报都是负数。而在其他时间段里你会觉得自己是天才，什么都没做每年就有14%的回报。如果你不知道这个回报是怎么取得的，就无法判断你的投资是靠运气还是靠能力。

表1 1802年至2012年期间美国股市不同时段的回报率

| | | 真实回报率 |
|---|---|---|
| 长周期 | 1802—2012 | 6.6% |
| 重要时段 | Ⅰ 1802—1870 | 6.7% |
| | Ⅱ 1871—1925 | 6.6% |
| | Ⅲ 1926—2012 | 6.4% |
| 战后 | 1946—2012 | 6.4% |
| | 1946—1965 | 10.0% |
| | 1966—1981 | -0.4% |
| | 1982—1999 | 13.6% |
| | 2000—2012 | -0.1 |

假设我们投资的时间周期就只是十几年，在这十几年里你真的很难保证你的投资一定会得到可观的回报。这是一个问题。同时股市的波动在不同的时间里也非常强烈。所以，我们下面的问题就是，有没有一种比投资指数更好的方法，更能可靠地在不同的年份里面，在我们大家需要钱的年份里面，仍然能以超越指数的回报的方法可靠地保障客户的财产？能够让客户财产仍然参与到经济复利增长里，获得长期、可靠、优秀的回报？有没有这样一种投资方法，不是旁门左道，可以不断被重复、学习，可以长期给我们带来这样的结果？这是我们下面要回答的问题。

在过去这几十年里，在我所了解的范围内，投资领域各种各样的做法都有。就我能够观察到的，能够用数据统计来说话的，真正能够在长时间里面可靠、安全地给投资者带来优秀长期回报的投资理念、投资方法、投资人群只有一个，就是价值投资。如果我必须要用长期的业绩来说明，我发现真正能够有长期业绩的人少之又少。而所有真正获得长期业绩的人几乎都是这样的投资人。

今天市场上最大的对冲基金主要做的是债券，有十几年很好的收益。可是在过去十几年里面无风险长期债券回报率从6%、7%、8%到几乎是零，如果配备2到3倍的杠杆就是10%，如果配备5到6倍的杠杆差不多13%左右，这样的业绩表现是因为运气还是能力很难判定，哪怕有十几年的业绩。而能够获得长期业绩的价值投资人几乎在各个时代都有。在当代，巴菲特的业绩是57年，其他还有一些大概在二三十年左右。这些人清一色都是价值投资者。

我如果是各位，一定要弄清楚什么是价值投资，了解他们怎么取得这些成绩。多年前，我听的第一门关于投资的课就是巴菲特的课，那时候听课的人和今天这里一样少，巴菲特第一次到哥大演讲，我那天误打误撞坐在那儿。我想弄清楚价值投资到底是什么东西，为什么这么多人能够在这么艰苦的环境里面取得这么优异的成绩，而且是持续的。

那么什么是价值投资呢？价值投资最早是由本杰明·格雷汉姆在八九十年前最先形成的一套体系。在价值投资中，今天重要的领军人物、代表人物当然就是我们熟知的巴菲特先生了。但是它包含哪些理念呢？其实很简单。价值投资的理念只有四个。大家记住，只有四个。前三个都是巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆的概念，最后一个是巴菲特自己的独特贡献。

第一，股票不仅仅是可以买卖的证券，实际上代表的是对公司所有权的证书，是对公司的部分所有权。这是第一个重要的概念。这个概念为什么重要呢？投资股票实际上是投资一个公司，公司随着GDP的增长，在市场经济持续增长的时候，价值本身会被不断地创造。那么在创造价值的过程中，作为部分所有者，我们持有部分的价值也会随着公司价值的增长而增长。如果我们以股东形式投资，支持了这个公司，那么我们在公司价值增长的过程中分得我们应得的利益，这条道是可持续的。什么叫正道，什么叫邪道？正道就是你得到的东西是你应得的，所以这样的投资是一条大道，是一条正道。可愿意这样理解股票的人少之又少。

第二，理解市场是什么。股票一方面是部分所有权，另一方面它确确实实也是一个可以交换的证券，可以随时买卖。这个市场里永远都有人在叫价。那么怎么来理解这个现象呢？在价值投资人看来，市场的存在只是为你而服务的。能够给你提供机会，让你去购买所有权，也会给你个机会，

在你很多年之后需要钱的时候，能够把它出让，变成现金。所以市场的存在是为你而服务的。这个市场从来都不能告诉你，真正的价值是什么。它只能告诉你的只是价格是什么，你不能把市场当作你的老师，你只能把它当作一个可以利用的工具。这是第二个非常重要的观念。但这个观念又和几乎95%以上市场参与者的理解正好相反。

第三，投资的本质是对未来进行预测，而预测得到的结果不可能百分之百准确，只能是从零到接近一百。那么当我们做判断的时候，就必须要预留很大的空间，叫安全边际。因为你没有办法分辨，所以无论你多有把握的事情都要牢记安全边际，你的买入价格一定要大大低于公司的内在价值。这个概念是价值投资里第三个最重要的观念。因为有第一个概念，股票实际上是公司的一部分，公司本身是有价值的，有内在的价值，而市场本身的存在是为你来服务的，所以你可以等着当市场价格远远低于内在价值的时候再去购买。当这个价格远远超出它的价值时就可以卖出。这样一来如果对未来的预测是错误的，我至少不会亏很多钱；常常即使你的预测是正确的，比如说你有80%、90%的把握，但因为不可能达到100%，当那10%、20%的可能性出现的时候，这个结果仍然对你的内生价值是不利的，但这时如果你有足够的安全边际，就不会损失太多。假如你的预测是正确的，你的回报就会比别人高很多很多。你每次投资的时候都要求一个巨大的安全边际，这是投资的一种技能。

第四，巴菲特经过自己50年的实践增加了一个概念：投资人可以通过长期不懈的努力，真正建立起自己的能力圈，能够对某些公司、某些行业获得比几乎所有人更深的理解，而且能够对公司未来长期的表现，做出比所有其他人更准确的判断。在这个圈子里面就是自己的独特能力。

能力圈概念最重要的就是边界。没有边界的能力就不是真的能力。如果你有一个观点，你必须要能够告诉我这个观点不成立的条件，这时它才是一个真正的观点。如果直接告诉我就是这么一个结论，那么这个结论一定是错误的，一定经不起考验。能力圈这个概念为什么很重要？是因为“市场先生”。市场存在的目的是什么？对于市场参与者而言，市场存在的目的就是发现人性的弱点。你自己有哪些地方没有真正弄明白，你身上有什么样的心理、生理弱点，一定会在市场的某一种状态下曝露。所有在座曾经在市场里打过滚的一定知道我说这句话的含义。市场本身是所有人的组合，如果你不明白自己在做什么，这个市场一定会在某一个时刻把你打倒。这就是为什么市场里面听到的故事都是大家赚钱的故事，最后的结果其实大家都亏掉了。人们总能听到不同新人的故事，是因为老人都不存在了。这个市场本身能够发现你的逻辑，发现你身上几乎所有的问题，你只要不在能力圈里面，只要你的能力圈是没有边界的能力圈，只要你不知道自己的边界，市场一定在某一个时刻某一种形态下发现你，而且你一定会

被它整得很惨。

只有在这个意义上投资才真正是有风险的，这个风险不是股票价格的上上下下，而是资本永久性地丢失，这才是真正的风险。这个风险是否存在，就取决于你有没有这个能力圈。而且这个能力圈一定要非常狭小，你要把它的边界，每一块边界，都定义得清清楚楚，只有在这个狭小的边界里面才有可能通过持续长期的努力建立起真正对未来的预测。这是巴菲特本人提出的概念。

本杰明教授的投资方法找到的都是没有长期价值、也不怎么增长的公司。而能力圈的这个概念是巴菲特本人通过实践提出的。如果真的接受这四个基本理念，你就可以以足够低的价格买入自己能力圈范围内的公司并长期持有，通过公司本身内在价值的增长以及价格对价值的回归取得长期、良好、可靠的回报。

这四个方面合起来就构成了价值投资全部的含义、最根本的理念。价值投资的理念，不仅讲起来很简单、很清晰，而且是一条大道、正道。正道就是可持续的东西。什么东西可持续？可持续的东西都具有一个共同的特点，就是你得到的东西在所有其他人看来，都是你应得的东西，这就可持续了。如果当你把自己赚钱的方法毫无保留地公布于众时，大家都觉得你是一个骗子，那这个方法肯定不可持续。如果把赚钱的方法一点一滴毫无保留告诉所有的人，大家都觉得你这个赚钱的方法真对，真好，我佩服，这就是可持续的。这就叫大道，这就叫正道。

为什么价值投资本身是一条正道、大道？因为它告诉你投资股票，其实是在投资公司的所有权。投资首先帮助公司的市值更接近真实的内在价值，对公司是有帮助的。你不仅帮助公司不断地增长自己的内在价值，而且，随着公司在3.0文明里不断增长，因为增长造成的公司内生价值的不断增长，你分得了公司价值的部分增长，同时为客户提供持续、可靠、安全的回报，你对客户提供的也是长期的东西。最后的结果帮助了经济，帮助了公司，帮助了个人，也在这个过程里面帮助了自己，这样你得到的回报是你应得的，大家也觉得你得到的是你应得的。所以这是一条大道。你不被市场的上上下下所左右，你能够清晰地判断公司的内生价值是什么，同时你对未来又怀有敬意，你知道未来预测也很不确定，所以你以足够的安全边际的方式来适当地分散风险。这样一来，你在犯错的时候不会损失很多，在正确的时候会得到更多。这样的话，你就可以持续不断地、稳定地让你的投资组合长期实现高于市场指数的、更安全的回报。

如果你是一个什么都没有的人，你首先抽2%佣金，赢的时候再拿20%，如果输的话把公司关掉，明年再开一个公司，当你把这一套作为跟大家讲的时候，大家会觉得你得到的东西是应得的吗？还是觉得监牢是你应得的

呢？但你如果坚持了巴菲特的方法，在价格上预留很多安全边际，加上适当的风险分散，帮助所有的人共赢，在所有人共赢的情况下你能够收取一部分小小的费用，大家就觉得你得到的东西真是你应得的，这就走到了投资的大道、投资的正道上。

这就是价值投资全部的理念。听起来非常地简单，也非常合乎逻辑。可是现实的情况是什么样的？在真正投资过程中，这样的投资人在整个市场里所占的比例少之又少，非常少。几乎所有跟投资有关的理论都有一大堆人在跟随，但是真正的价值投资者却寥寥无几。于是投资的特点就是，大部分人不知道你做的是什么，投资的结果变成财富杀手。我们刚刚经过的这次股灾牛熊转换就是一个最好的例证。

而投资的大道上却根本没人，交通一点都不堵塞，冷冷清清。人都去哪了呢？旁门左道上车水马龙！也就是说，绝大多数人走的是小道。为什么走小道呢？因为康庄大道非常慢。听起来能走到头，但实际上很慢。价值投资从理论上看起来确实是一条一定能够通向成功的道路，但是这个道路最大的问题是太长。也许你买的时候正好市场对公司内生价值完全不看好，给的价格完全低于所谓的内生价值，但你也不知道什么时候市场能变得更加理性。而且公司本身的价值增长要靠很多很多方面，需要公司管理层上下不断地努力工作。我们在生活里也知道，一个公司的成功需要很多人，很多时间，需要不懈的努力，还需要一些运气。所以这个过程是一个很艰难的过程。

另外一个很难的地方是你对未来的判断也很难。投资的本事是对未来进行预测，真正要理解一个公司、一个行业，要能够去判断它未来5年、10年的情况。在座哪一位可以告诉我某一个公司未来5年的情况你可以判断出来？这不是一件很容易的事情。我们在决定投资之前至少要知道10年以后这个公司大概会是什么样，低迷时什么样，否则怎么判断这个公司的价值不低于这个范围？要知道这个公司未来每年产生的现金流反映到今天是多少，我们得知道未来十几年、二十几年这个公司大致的现金流。作为公司创始人，明年什么样知道吗？你说知道，这是跟客户、跟投资人讲。有的时候跟你们的员工这么讲，我们公司要做世界500强。其实你并不一定真的能够去预测10年以上公司的发展。能够这样预测的人少之又少。不确定因素太多，绝大部分行业、公司没有办法去预测那么长。但是不是完全没有？也不是。其实你真正努力之后会发现在某一些公司里，在某一些行业里，你可以看得很清楚，10年以后这个公司最差差成什么样子？有可能比这好很多。但这需要很多年不懈的努力，需要很多年刻苦的学习，才能达到这样的境界。

当你能够做出这个判断的时候，你就开始建立自己的能力圈了。这个圈开始的时候一定非常狭小，而建立这个圈子的时间很长很长。这就是为什么

价值投资本身是一条漫漫长途，虽然肯定能走到头，但是绝大部分人不愿意走。它确实要花很多很多时间，即便花很多时间，了解的仍然很少。

你不会去财经频道上张口评价所有的公司，马上告诉别人股票价格应该是什么样。你如果是真正的价值投资人绝对不敢这么讲；你也不敢随便讲5000点太低了，大牛市马上要开始了，至少4000点应该抄底；不能讲这些，不敢做这些预测。如果你是一个真正的投资人，显然我们刚才说的这几条都在能力圈范围外，怎么画这个大圈也包括不了这个问题。凡是把圈画得超过自己能力的人，最终一定会在某一个市场环境下把他自己彻底毁掉。市场本身就是发现你身上弱点的一个机制。你身上但凡有一点点不明白的地方，一定会在某一个状态下被无限放大，以至于把你彻底毁了。

做这个行业最根本的要求，是一定要在知识上做彻彻底底、百分之百诚实的人。千万不能骗自己，因为自己其实最好骗，尤其在这个行业里。只要屁股坐在这儿，你就可以告诉别人假话，假话说多了连你自己都信了。但是这样的人永远不可能成为优秀的投资人，一定在某种市场状态下彻底被毁掉。这就是为什么我们行业里面几乎产生不了很多长期的优秀投资人。我们今天谈论的一些所谓明星投资人，有连续十几年20%的年回报率，可是最后一年关门的时候一下子跌了百分之几十。他在最早创建基业的时候，基金规模很小，丢钱的时候基金的规模已经很大，最终为投资者亏损的钱可能远远大于为投资者赚的钱。但是他自己赚的钱很多。如果从开头到结尾结算一下，他一分钱都不应该赚。这就是我前面说的这个行业最大的特点。

所以虽然这条路看起来是一条康庄大道，但实际上它距离成功非常遥远。很多人被这吓坏了。同时因为这个市场总是让你感觉到短期可以获利——你短期的资产确确实实可以有巨大的变化，所以这会给你幻觉，让你想象在短期里可以获得巨大利益。这样你会更倾向于希望把你的时间、精力、聪明才智放在短期的市场预测上。这就是为什么大家愿意去抄近道，不愿意走大道。而实际上几乎所有的近道都变成了旁门左道。因为几乎所有以短期交易为目的的投资行为，如果时间足够长的话，最终要么就走入了死胡同，要么就进入了沼泽地。不仅把客户的钱损失殆尽，而且连带着把自己的钱也损失了。所以我们看到长期来说，至少在美国的交易记录，几乎所有以短期交易为目的的各种各样的形形色色的所谓的战略、策略，几乎没有长期成功的记录。而那些真正长期的、优秀的投资记录中，几乎人人都是价值投资者。

短期的投资业绩常常受到整个市场运气的影响，和你个人能力无关。比如说给一个很短的时间，不要说一两年，在任何时候，一两个礼拜，都会出现一些股神。在中国过去8个月里，都不知道出现了多少股神了。好多股神却最后跳楼了。在短期永远都可以有赢家输家，但是长期的赢家就很少

了。所以哪怕是1年2年，甚至于3年5年，甚至于5年10年，很好的业绩常常也不能够去判定他未来的业绩如何。例如有人会告诉我他业绩很好，就算是5年、10年，如果我看不到他实际的投资结果，我仍然没有办法判断他的成功是因为运气还是能力。这是判断价值投资的一个核心问题，是运气还是能力。

市场可以连续15年达到14%的平均累计回报。这时你根本不需要做一个天才，只要你在这个市场里，你的业绩就会非常好；可是也会有时候在市场里连续十几年，回报是负的，如果你在这个时候回报还非常优秀就又不一样了。所以如果我看不到你具体的投资内容，一般来说很难判断。但是如果我的一个投资经理可以连续15年以上都保持优异的成绩，在正确的道路上研究，一般来说基本上就成才了。这时就是能力远远大于运气，我们基本上就可以判定他的成功。也就是说，在这个行业里，要在很长时间持续不断地艰苦地工作，才有可能真正地成才，这个时间恐怕要15年以上。这就是为什么虽然这条康庄大道一定会通向成功，但交通一点都不堵塞，走的人寥寥无几。但恰恰这就是那些想走一条康庄大道、愿意走一条艰苦的道路的人的机会。这些人走下来，得到的成功确确实实在别人看来就是他应得的成功。这样的成功才是可持续的，才是真正的大道。你得到的成功真正是你付出得来的，别人认可、你也认可，所有其他人客观地看也认可。

所以我希望今天在座的同学能够下决心做这样的人，走这样的道路，取得这样应得的成功，这样你自己也心安。你不再是所有赚来的钱都是靠短期做零和游戏，不再把客户的钱变戏法一样变成自己的钱。如果你进入这个行业，不具备我开始讲的基本的两条道德价值底线，你一定会在成功的过程中为广大的老百姓提供很多摧毁财富的“机会”，一定是有罪的。我提醒那些尤其还在学校里面念书、想进入这个行业的的学生，扪心自问，你有没有受托人责任，有没有这种基因。如果没有，奉劝你千万不要进入这个行业，你进这个行业一定是对社会的损害。当然可能在损害别人的时候，自己变得很富有。但我不认为我能在这种情况下安枕无忧，日子过得舒心；虽然很多人可以。我希望你们不是（这样的人），我希望你们进入这个行业以后千万不要做这样的事。

如果你没有受托人责任的基因，又进入这个行业，最后你就跟所有人一样很快进入旁门左道，在所有的捷径里面要么一下子闯到死胡同，要么进入泥沼地，带进去的都是客户的钱。如果人不是太聪明，最后会把自己的钱都赔进去，一定是这样的结果。如果没有对于真理智慧的追求，没有把这种追求作为对自己的道德要求，如果各位没有受托人的基因，不能建立起受托人的责任，把所有客户给你的每一分钱当作你父母辛勤积攒一辈子交给你打理的钱，没有这样的精神奉劝各位不要进入这个行业。

所以我希望大家在进入这个行业之初，一定要树立这样的观念，一定要走正路。

## 四、价值投资在中国是否适用？

下面我来讲一讲最后一个问题。既然价值投资是一个大道，它在中国能不能实现？

在过去几百年里，股票投资确实能在长期内给投资人带来巨大利益。我们也解释了为什么会是这样的情况。这个情况不是在人类历史上历来如此的，只是在过去300年才出现了这样特殊的情况。因为人类进入了一个新的文明阶段，我们叫现代化，我也可以叫它3.0科技文明。这是一个现代科学技术和现代自由市场相结合的文明状态。那么中国是不是一个独特的现象呢？是不是只有美国、欧洲国家才有可能产生这种现象，而中国是个特例呢？很多人在分析到很多事的时候都说中国是特殊的。我们在现实中确实也发现中国很多事情和西方、美国不一样。但是在这个问题上，就是我们今天讨论的核心——投资问题上，中国是不是特殊呢？

如果绝大部分人都在投机，价格在很多时候会严重脱离内在价值，你怎么能够判定中国未来几十年里仍然会遵循过去200年美国经济和美国股票市场所展现出来的基本态势？作为投资人，投下去之后如果周围的人都是劣币驱逐良币，价格确实有可能长期违背基本价值。如果这个长期足够长，如果我的财产不能够被保障怎么办，如果中国不再实行市场经济的基本规范怎么办？回答这个问题也非常关键。这涉及到对未来几十年的预测：中国会是什么样子呢？

我谈谈我个人的看法，价值投资在中国能不能实现这个问题确实让我个人困惑了很多年。投资中国的公司意味着投资这个国家，这个国家可能会出现1929年，也可能会出现2008年的情况。事实上今年的某些时候，很多人认为我们已经遇到了这个时刻，也可能再过几个月之后我们又碰到同样的问题，完全是有可能的。你只要做投资，只要在市场里你就永远面临这个问题。在做任何事情之前要把每一个问题都认真想清楚。这个问题是不能避免的，必须要思考的。

首先我们还是用数据来说话。我给大家看一下我们能够搜集到的过去的数据，对中国股市和其他市场的表现做一个比较。图10是美国从1991年底到去年底的数据，我们看到其表现几乎和过去200年的模式是一样的，股票的投资在不断地增加价值，而现金在不断地丢失价值，这都是因为GDP的不断增长，和过去200年基本上是一样的。

接下来我们看一看中国自1991年以来的数据。中国在1990年以后才出现

老八股，1991年才出现了真正的股指。我想请大家猜一猜中国在这段时间里是什么样子呢？至少我们知道在过去的这3个月，中国股市是一片哀鸿。股票在过去是不是表现得和过去3个月一样呢？我们看看图11。

我们看到的结果是，中国在过去20年里的模式几乎和美国过去200年是一模一样的。1991年至今的大类资产中，同样的1块钱，现金变成4毛7，跟美金类似，黄金当然是一样的，上指、深指一直在增加，固定收益的结果基本也是增加。但不同的是，它的GDP发生了很大的变化。因为GDP的变化，它的股指、股票的表现更加符合GDP的表现。也就是说，比美国要高。在这样一个发展中国家，我们居然看到了这样一个特殊的表现形式。我们看到的是在过去几十年里，第一，它的基本模式和美国是一样的；第二，它基本的动力原因也是GDP的增长。由于中国的GDP增长在这个阶段高于美国，直接导致的结果是它的通货膨胀率也高，现金丢失价值的速度也快，股票增长价值的速度也快。但是基本的形式一模一样。这就很有意思了。

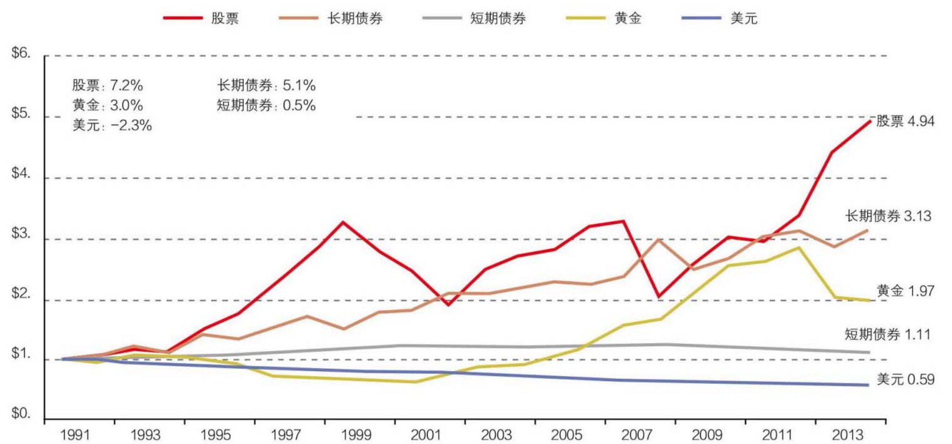



**图10 美国1991—2014年金融大类资产表现**

来源：Siegel, Jeremy, *Future for Investors* (2005), Bureau of Economic Analysis, Measuring Worth.

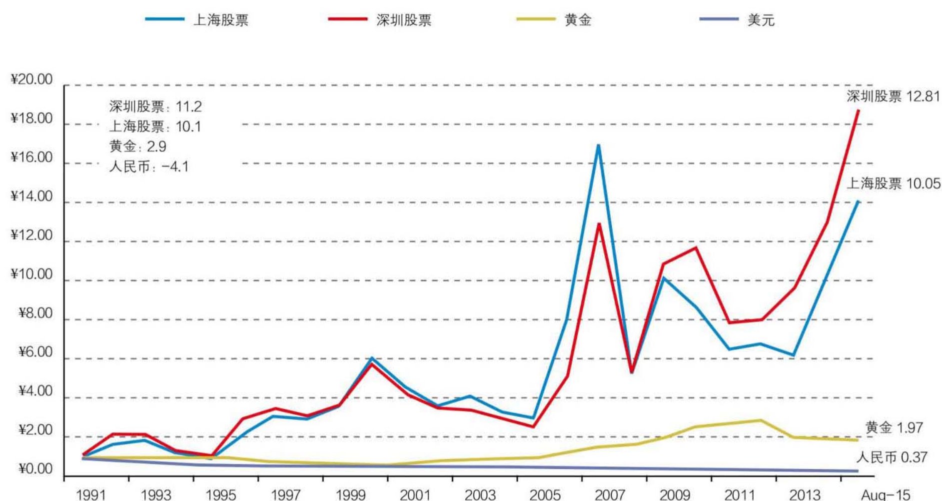



**图11 中国1991年至今金融大类资产表现**

我们看到过去这二十几年里，当中国真正地开始走入3.0文明本质的时候，它的表现几乎和美国是一样的，形态也是一模一样的，虽然我们的速度要快一些。虽然上指和深指过去25年涨了15倍，年化回报率12%，但是我相信所有的股民，包括在座的各位，没有一个得到这个结果的。因为没有人过去在股票上的投资涨了15倍。但有一家从股市成立第一天开始就得到这个回报，她就是中国政府。中国政府从第一天就得到这个回报。大家担心中国的债务比例比较大，但是大家常常忘掉中国政府还拥有这个回报，她在几乎所有的股份里面都占据大头。其他炒股的人没有一个人得到这样的结果。一开始，没有人认为中国会有和美国几乎同样的表现，因为我们走的路不一样。但当真正回到现代化本源，3.0文明本源的时候，最后的结果实际都是一样的。

那么我们看具体的公司是不是也是这样呢？我举几个大家耳熟能详的公司看一看：万科、格力、福耀、国电、茅台，这些公司确确实实从很小的市值发展到现在这么大，最高的涨了1000多倍，最低的也涨了30倍（参见表4）。

有没有人在过去20年里投资赚了1000倍？你投资万科一家就是1000倍，这是存在的。当然真正能赚到1000倍的只有最早的国有股份原始股，因为上市第一天就涨了10倍。所以原始股现象我单列出来。第一天之后大家都可以投，如果买了仍然可以赚近百倍，伊利110多倍。这个指数并不是抽象的指数，而是实实在在地出现了这些公司，这些公司从很小的公司成长

为很大的公司。

## 表2 美国与中国1992年至今主要股市指数比较

| 指数 | 股票收益 | | 总体回报 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 名称 | 平均 | 现在 | 从 | 至 | 累计 | 内部收益率 |
| **美国** | | | | | | |
| 标准普尔500指数 | 1.97% | 2.18% | 1/2/92 | 8/31/15 | 662% | 9.0% |
| 道琼斯工业平均指数 | 2.27% | 2.57% | 1/2/92 | 8/31/15 | 812% | 9.8% |
| 纳斯达克综合指数 | 0.88% | 1.28% | 1/2/92 | 8/31/15 | 863% | 10.0% |
| **中国** | | | | | | |
| 上证综合指数 | 1.75% | 2.01% | 1/2/92 | 8/31/15 | 1406% | 12.1% |
| 深证综合指数 | 1.04% | 0.66% | 1/2/92 | 8/31/15 | 1864% | 13.4% |
| 恒生指数 | 3.25% | 3.82% | 1/2/92 | 8/31/15 | 959% | 10.5% |

## 表3 美国与中国1991—2014年GDP增长比较

| GDP 增长 | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 经济体 | 名义 GDP 增长率（当地货币，十亿） | | | | | | 实际 GDP 增长率（当地货币，十亿）—基准年 2000 | | | | | |
| | 从 | 指数 | 至 | 指数 | 累计 | 内部收益率 | 从 | 指数 | 至 | 指数 | 累计 | 内部收益率 |
| 美国 | 1991 | 6174 | 2014 | 17 348 | 181% | 4.6% | 1991 | 7328 | 2014 | 13 071 | 78% | 2.5% |
| 中国 | 1991 | 2190 | 2014 | 63 646 | 2807% | 15.8% | 1991 | 4040 | 2014 | 36 957 | 815% | 10.1% |
| 中国香港 | 1991 | 691 | 2014 | 2256 | 226% | 5.3% | 1991 | 960 | 2014 | 2245 | 134% | 3.8% |

## 表4 中国A股自1991年至今表现比较好的代表性公司

| 从 IPO 日至 2015 年 8 月 31 日 | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 公司 | 基于 IPO 定价 | | 首日 | 基于首日收盘价 | | IPO 日 | 年数 | 市值（十亿元人民币） | 市盈率 |
| | 累计 | 内部收益率 | | 累计 | 内部收益率 | | | | |
| 万科 | 1151x | 33.3% | 1058% | 98x | 20.5% | 12/19/90 | 24.7 | 153 | 9.6x |
| 格力电器 | 837x | 43.1% | 1900% | 41x | 22.0% | 11/18/96 | 18.8 | 111 | 7.8x |
| 国电电力 | 584x | 41.2% | 1727% | 31x | 20.7% | 3/18/97 | 18.5 | 86 | 12.4x |
| 福耀玻璃 | 350x | 30.1% | 2640% | 12x | 11.7% | 6/10/93 | 22.2 | 30 | 10.7x |
| 云南白药 | 264x | 29.3% | 211% | 84x | 22.7% | 12/15/93 | 21.7 | 72 | 27.5x |
| 伊利股份 | 162x | 29.9% | 41% | 114x | 27.6% | 3/12/96 | 19.5 | 99 | 21.8x |
| 万华化学 | 38x | 28.3% | 0% | 38x | 28.3% | 1/4/01 | 14.7 | 40 | 19.7x |
| 贵州茅台 | 37x | 29.6% | 0% | 37x | 29.6% | 8/24/01 | 14.0 | 245 | 15.3x |
| 豫园商城 | 31x | 15.1% | -41% | 53x | 17.6% | 12/19/90 | 24.7 | 22 | 20.8x |
| 双汇发展 | 30x | 22.4% | 0% | 30x | 22.4% | 9/15/98 | 17.0 | 59 | 15.5x |
| | | | | | | | | 平均市盈率 | 16.1x |

中国香港也是一样的，香港没有原始股的概念，投资腾讯实实在在可以获得186倍的回报，从第一天开始投就可以了，时间还短，上市时间是2004年，在过去10年里面增长了186倍。这些公司都有很多生意是在中国大陆的（参见表5）。海螺、光大、港交所、利丰等等，并不是只有这些公司这样，只是正好这些公司大家都比较熟悉。举这些例子是为了说明指数并不是抽象的。

同期的或者早期的美国，一些公司大家也耳熟能详，伯克希尔从1958年上市到现在涨了26000多倍，IRR（内部收益率）都是相当的。在美国上市的百度、携程等，这些IRR最高的好几个都是中国公司（参见表6）。

今天不谈个股，我只是想说明这个现象是存在的。股指不是一个抽象的东西，股指是由具体的一家家公司组成的。确确实实在过去200年我们走了好多不同的路，但是当我们选择3.0文明正道的时候会发现，中国表现出来的结果确实和其他3.0文明国家几乎是一样的。

这个现象怎么解释呢？我们怎么理解过去这几十年的表现呢？更重要的一个问题是在下面这几十年里，中国股市会不会出现同样的现象？会不会出现新一轮这样的一些公司？也可能是同样的公司，可能是不同的公司，但是同样会给你带来几百倍上千倍的回报。这种可能性存在吗？这是今天我们要回答的最后一个问题。

要回答中国是不是独特，我们要纵观整个中国现代化的历程。中国现代化是在1840年以后开始的，她是被现代化，而不是主动的现代化。如果中国按照自己的内生发展逻辑不会走到这一步。最主要的一点原因是，中国的

政府力量非常强大，在这样的情况下不可能产生所谓的自由市场经济。中国历史上市场经济萌芽了好几次，但是没有一次形成真正自由的市场经济。中国政府从汉代以后一直是全世界最稳定、最大、最有力量、最有深度的政府。这跟我们的地理环境有关系，今天我不细谈这个问题。实际的情况是，在过去2000年里这个国家非常强大，非常稳定，所以所谓的3.0文明不可能在这里诞生。但是不能在这里诞生不等于不可能被带入。

### 表5 港股自1991年至今表现比较好的代表性公司

从 IPO 日至 2015 年 8 月 31 日

| 公司 | 基于 IPO 定价 | | 首日 | 基于首日收盘价 | | IPO 日 | 年数 | 市值（十亿元人民币） | 市盈率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 累计 | 内部收益率 | | 累计 | 内部收益率 | | | | |
| 腾讯控股 | 186x | 59.4% | 0% | 186x | 59.3% | 6/15/04 | 11.2 | 1 239 | 39.1x |
| 中国生物制药 | 160x | 40.6% | 0% | 160x | 40.5% | 9/28/00 | 14.9 | 45 | 25.1x |
| 汇丰控股 | 95x | 16.8% | 0% | 95x | 16.7% | 4/2/86 | 29.4 | 1 199 | 11.8x |
| 香港中华煤气 | 82x | 16.2% | 0% | 82x | 16.2% | 4/2/86 | 29.4 | 169 | 22.1x |
| 香港交易所 | 82x | 33.8% | 0% | 82x | 33.7% | 6/26/00 | 15.2 | 218 | 31x |
| 利丰 | 61x | 19.5% | 14% | 54x | 18.7% | 7/1/92 | 23.2 | 43 | 11.5x |
| 中国光大国际 | 46x | 16.4% | 0% | 46x | 16.3% | 3/21/90 | 25.5 | 45 | 23.9x |
| 中国海外发展 | 43x | 17.8% | 29% | 33x | 16.4% | 8/20/92 | 23.0 | 224 | 6.1x |
| 新奥能源 | 38x | 29.1% | 0% | 38x | 28.9% | 5/9/01 | 14.3 | 43 | 11.8x |
| 海螺水泥 | 38x | 22.7% | -32% | 56x | 25.2% | 10/21/97 | 17.9 | 119 | 10.3x |
| | | | | | | | | 平均市盈率 | 19.3x |

### 表6 美股自1991年至今及历史上表现比较好的代表性公司

| 从 IPO 日至 2015 年 8 月 31 日 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 公司 | 总回报率 | | IPO 日 | 年数 | 市值（十亿元人民币） | 市盈率 |
| 美国 | 累计 | 内部收益率 | | | | |
| 累计回报最高的十家公司 | | | | | | |
| 伯克希尔-哈撒韦 | 26543x | 19.6% | 09/01/58 | 57.0 | 332 | 20.3x |
| 家得宝 | 4625x | 28.2% | 09/01/81 | 34.0 | 150 | 22.9x |
| 沃尔玛 | 1926x | 19.2% | 07/01/82 | 33.2 | 208 | 13.4x |
| 富兰克林资源 | 1192x | 17.4% | 07/01/71 | 44.2 | 25 | 11.0x |
| 微软 | 847x | 25.7% | 03/13/86 | 29.5 | 348 | 16.8x |
| 威富服装 | 689x | 10.7% | 04/01/51 | 64.5 | 31 | 23.2x |
| 阿尔特里亚 | 660x | 7.3% | 03/15/23 | 92.5 | 105 | 19.7x |
| 美敦力 | 643x | 17.2% | 12/01/74 | 40.8 | 102 | 23.6x |
| LEUCADIA NATL | 627x | 14.7% | 10/07/68 | 46.9 | 8 | 15.3x |
| 美国家庭人寿保险 | 597x | 16.8% | 06/14/74 | 41.2 | 25 | 9.8x |
| | | | | | 平均市盈率 | 17.6x |
| 内部收益率最高的十家公司 | | | | | | |
| 百度 | 54x | 48.7% | 08/04/05 | 10.1 | 52 | 25.1x |
| 网飞 | 106x | 42.2% | 05/22/02 | 13.3 | 49 | 258.9x |
| 高知特 | 301x | 39.3% | 06/18/98 | 17.2 | 38 | 24.6x |
| 亚马逊 | 341x | 37.5% | 05/14/97 | 18.3 | 240 | N/A |
| CF 工业 | 18x | 34.3% | 08/11/05 | 10.1 | 13 | 14.1x |
| 携程 | 29x | 33.7% | 12/09/03 | 11.7 | 9 | N/A |
| SALESFORCE.COM | 24x | 33.4% | 06/23/04 | 11.2 | 46 | N/A |
| MEDIVATION INC | 192x | 31.6% | 07/02/96 | 19.2 | 7 | 30.3x |
| BUFFALO WILD WINGS | 21x | 30.1% | 11/21/03 | 11.8 | 4 | 37.8x |
| 泰瑟 | 40x | 29.8% | 05/07/01 | 14.3 | 1 | 49.1x |
| | | | | | 平均市盈率 | 62.9x |

我们今天看到的现代化不是简单的制度的现代化，这是我们理解中国从1840年以后发生变化的本质。我们的变化不是文化的变化，不是经济制度的变化，我们今天遇到的变化是文明的变化，是一种文明形态的变化。

这个文明形态的变化和公元前9000年农业文明的革命是一样的类型，那时候农业文明的出现是因为偶然因素。中东地区最后一次冰川季结束，农业发展开始变得有可能了，正好两河流域出现了一些野生植物可以被食用，出现了一些野兽可以被圈养，所以出现了农业文明，一旦出现之后立刻迅速传遍世界的各个角落。今天我们看到3.0文明是自由市场经济和现代科技的结合，这两种形态的结合产生了一种新的文明状态。在过去200年3.0文明的传播过程中，我们可以看到很多和2.0文明传播很相似的地方。

3.0文明的发展像2.0文明的出现一样，几乎都是由一些地理位置上的偶发事件决定的，并没有什么绝对的必然性。因为地理位置的原因，西欧最早发现了美洲。西欧那边通过大西洋只有3000英里，我们这边通过太平洋要6000英里，而且因为洋流的原因，实际还远大于6000英里的航程。中国也没有什么动力去找美洲。欧洲发现了美洲之后就形成了环大西洋经济。环大西洋经济最大的特点是没有政府的参与。只有在这种情况下，才能出现一个没有政府参与的、完全以市场化的企业、个人为主体的这样一个全新的经济形态。这个经济形态又对我们的世界观提出了挑战，为了应对这些世界观出现了现代科学，现代科学又带来了一场理性革命，对过去古老的知识作出了新的检验，也就是启蒙运动。就是在这样的一系列的背景下，出现了所谓的3.0文明，现代科技文明。

这种情况在中国的社会体制下确实几乎不可能发生。但从2.0文明可以看到，无论从什么地方开始，一旦新的文明出现以后，就会迅速地向全球所有的人传播，旧的很快被同化，这跟人的本性有关。根据我们今天对人类共同的祖先生物性的理解，人都具有同样的本性，所有人的祖先都来源于同一个地方、同一个物种。五六万年以前人类开始从非洲大出走，用了差不多三五万年的时间从非洲最早的摇篮出走到遍布全球。人类出走经历几条不同的路线，其中一个分支进入亚洲、中国，最后覆盖美洲大陆。因此，人的本性分布是一样的，聪明才智、进取心、公益心等特征的分布也是差不多的。人类就本性而言情感上追求结果平等，理性上追求机会平等。追求结果平等的本性使得每一种新的更先进的文明状态出现后能够在较短时间内迅速传播到世界的每一个角落，接受机会平等的机制就使得每个社会都有自己的文化精神，能够创造出一套制度，能够慢慢地在这个演变的过程中渗透到每个角落。整个过程其实蛮痛苦的，从不平等到平等。

所以文明的传播早晚会发生。原来文明程度、文化程度比较高的地方传播的速度会快一些；没有经过殖民、或经过部分殖民的地方传播速度也会快一些；这就是为什么日本会成为亚洲第一，是因为它没有经过殖民时代；中国次之；印度因为曾经是一个全殖民的社会，所以要慢一些。

这些细节我们就不谈了。总的来说，中国是从大概1840年之后就一直在走现代化探索之路，但一直没有完全明白现代化本质究竟是什么。我们在1840年以后几乎尝试了所有各种各样的方式。最早我们从自强运动开始，当时的想法是只要学习洋人的科技就可以了，其他跟原来都是一样的。后来发现不奏效，不成功，当然其中有太平天国运动，我们跟日本对抗了50年左右等等。日本走的路我们没有走，很大原因是我们认为必须跟它倒着来因素的影响。1949年之后，前30年走的又是另外一条路，实行的是集体经济，是完全的计划经济体制。我们几乎把其他可以试的方式都试了一遍。从70年代末开始，我们尝试的道路终于进入了3.0文明的本质——自由市场经济结合现代科技。在此之前走了150年，到最后发现全都不成功，就这最近35年试了两个东西，一个是自由市场经济，一个是现代科技。政治制度没有很大变化，文化也没有很大变化。但最近这35年，我们发现整个中国所有的经济形态突然之间和其他的3.0文明表现出惊人的一致。

也就是说中国真正进入到3.0文明核心就是在过去35年的时间里。在此之前的现代化进程走了150年，我们的路走得比较曲折，有各种各样的原因，就是一直没有走到核心的状态去。

直到35年前，我们才真正进入了3.0文明的核心，也就是自由市场经济和现代的科学技术。一旦走上了这条道路之后，我们就发现中国经济表现出和其他3.0文明经济非常惊人的相似性。就是我们刚才在这个图表里看到

的，股票市场、大宗金融产品过去二三十年的表现，包括个股、公司表现都很惊人。当中国开始和3.0文明相契合的时候，它表现出来的方式和其他的3.0文明几乎是一样的。所以在这一点上，中国的特殊性并没有表现在3.0文明的本质上，中国的特殊性表现在它的文化不同，它的政治制度安排也有所不同。但是这些在我们看来都不是3.0文明的本质。

那么，中国有没有可能背离3.0文明这条主航道？因为中国政治制度的不同，很多人，包括国内、国外的投资人都有这样一个很深的疑虑，就是在这样的一个政治体制下，我们现代化的道路毕竟走了将近200年，我们毕竟选择走过很多其他的路，我们有没有可能走回头路？

我们知道，中国在1949年以后，前30年走的是一个集体化的道路，能够这样走也是因为这样的政治体制。那么在今天的情况下，我们还有没有可能再次走回头路、抛弃市场经济呢？我认为这是一个投资人必须要想清楚的问题，否则很难去预测未来3.0文明在中国的前景，也就很难预测价值投资在中国的前景。不回答这个问题，想不清楚，心里不确定，市场的存在就会暴露你思维上、人性上、心理上的弱点。你只要想不清楚，你只要有错误，就一定会被淘汰。

所有这些问题都没有标准答案，都是在过去200年被一代又一代知识分子反复思考的问题。我今天讲的这个问题是我个人的思考，也是困扰我个人几十年的问题。

关于这个问题，我的看法是这样的。我们需要去研究一下3.0文明的本质和铁律是什么。我们前面已经粗浅地讲到了，3.0文明之所以会持续、长期、不断地产生累进式的经济增长，根本的原因在于自由交换产生附加价值。而加了科技文明后，这种附加价值的产生出现了加速，科技成为一个加速器。参与交换的人、个体越多，国家越多，它产生的附加价值就越大。这最早是亚当·斯密的洞见，李嘉图把这种洞见延伸到国家与国家、不同的市场之间的交换，就奠定了现代自由贸易的基础。这种理论得出的一个很自然的结论就是不同的市场之间，如果有独立的市场、有竞争，你会发现那些参与人越多、越大的市场就越有规模优势。因为有规模优势，它就会慢慢地在竞争过程中取代那些单独的交易市场。也就是说，最大的市场会成为唯一的市场。

这在2.0文明时代是不可想象的，我们讲的自由贸易就是从这个洞见开始的，没有这个洞见根本不可能有后来的自由贸易，更不要说有后来所谓全球化的过程。这个洞见从英国18、19世纪的自由贸易开始一直到1990年代初全球化第一次出现才被最后证明。全球化以后我们今天也可以有这样一个新的推论，就是现代化的铁律：当互相竞争的两个不同的系统，因为有$1+1>2$和$1+1>4$两种机制同时存在交互形成，交换的量越大，增量

就越大，当一个系统一个市场的交换量比另外一个系统大的时候，它产生附加值的速度在不断增快，累进加速的过程最后导致最大的市场最后变成唯一的市场。90年代初到90年代中期，这个情况在历史上第一次出现，从此再也没有出现过第二个全球市场。这种现象在人类历史上从没有出现过。李嘉图预测两个相对独立的系统进行交换的时候，两个系统都会得利，所以自由贸易是对的。当他讲这个问题的时候也没有预料到最终所有的市场能够形成唯一的市场，最大的市场成为唯一的市场。这是在1990年代中期最后实现的。

这恰恰就是3.0文明在过去几十年基本的历史轨迹。最早开始的时候是英国和美国的环大西洋经济，他们把这种贸易推给自己的殖民地，经历了一战、二战。在二战后，形成了两个单独的循环市场，一个是以美国、西欧、日本为主的西方市场；另一个是以苏联、中国为首的，开始的时候，单独循环的另外一个市场。显然欧美的市场要更大一些，它的循环速度也更快一些，遵循的是市场经济的规则，所以就变得越来越有效率。这两个市场开始的时候应该说还是旗鼓相当，但几十年之后我们看到了美苏之间的差别，我们看到了西德和东德之间的差别，我们看到了中国大陆和香港、台湾的差别，我们今天依然可以看到韩国和朝鲜之间的差别，等等不一而足。结果就是在90年代初之后，随着柏林墙倒塌，随着中国全面拥抱市场经济，第一次出现了人类历史上一个很独特的现象叫全球化。这时候3.0文明才开始真正表现出它的本质，我把它叫做3.0文明的铁律。这就是这个理论的本质，这个铁律所预测的情况变成了现实，确确实实出现了这样一个全球的、统一的、共同的、以自由贸易、自由交换、自由市场经济为主要特征的全球经济体系。

市场本身具有规模效益，参与的人越多，交换的人越多，创造出来的价值增量也就越多，越大的市场资源分配越合理，越有效率，越富有、越成功，也就越能产生和支持更高端的科技。相互竞争的不同市场之间，最大的市场最终会成为唯一的市场，任何人、社会、企业、国家离开这个最大的市场之后就会不断落后，并最终被迫加入。一个国家增加实力最好的方法是放弃自己的关税壁垒，加入到这个全球最大的国际自由市场体系中去；要想落后，最好的方式就是闭关锁国。通过市场机制，现代科技产品的种类无限增多，成本无限下降，与人的无限需求相结合，由此经济得以持续累进增长，这就是现代化的本质。这个现象发生之后，我们就能明白东德和西德的差别，韩国和朝鲜的差别，改革开放之前的中国大陆和中国台湾、中国香港的差别。为什么伊朗冒着风险放弃自己认为是保命的核武器项目，一定要加入到这个大的市场？因为这个大的市场是唯一的市场，像伊朗这样一个很小的闭环市场完全不足以产生真正的高科技；不要说伊朗，中国也不行；不要说中国，苏联也不行。

基本上我们现在新信息出现的速度是这样的，每过几年出现的新信息就是在此之前全部人类信息的总和。这个速度在10年前大家计算是8年，我估计这10年的变化速度还在加快。1＋1＞4的铁律在不断重复，速度更快。市场如果小的话一定会落后。中国已经加入WTO 15年了，在此之前市场经济也已经差不多持续了二三十年了。在这种情况下，任何经济体在单独出来之后就会形成相对比较小的市场，这个市场在运行一段时间之后必然越来越落后。中国如果改变了它的市场规则，或者离开了这个共同的市场，它就会在相对短的时间里迅速地落后。我相信像在中国这样一个成熟的、有成功的历史和文化沉淀的国家里，这种情况绝大多数人是不会接受的。中国不是没有可能短暂离开这个大的市场，但是中国不可能永远成为失败者。中国人、中国文化在经历了几千年的成功之后不愿意失败。如果中国文化、中国人在经历几千年的成功之后不愿意失败，那么任何短暂的离开、偏离3.0文明主轨的行为，很快就会被修正。

虽然这个修正从历史的长河来看非常短暂，对我们每个人的生活来说可能相对还是比较长。但是在这个长度中仍然可以有自由市场经济，仍然可以寻找到足够的安全边际。这个时间段是可以忍受的，这个时间段并不比我们十几年里面连续的市场低迷更可怕。你可以假设我们这个社会可能背离3.0文明一段时间。当你这么认为的时候，你对3.0文明铁律的理解仍然可以让你在有足够安全边际的情况下进行价值投资。

基于以上背景，我们回到投资上，来看看价值投资在中国的展望。

我认为中国今天的情况基本上是介于2.0文明和3.0现代科技文明之间，差不多2.5文明吧。我们还有很长的路要走，也已经走了很长的一段路。所以我认为未来中国会继续在3.0文明主航道上走下去应该是个大概率的事情。因为她离开的成本会非常非常高，像中国这样一个文化、一个民族，如果对她的历史比较了解的话，我认为她走这样的道路，尤其是大家已经明白了现代文明的本质后，再去走回头路的可能性是非常小的。中国离开全球共同市场的几率几乎为零。中国要改变市场经济规则几乎也是非常小概率的事件。所以，中国在未来二三十年里持续保持在全球市场里、持续进行自由市场经济和现代科学技术的情况是一个大概率事件。中国在经济上走基本的3.0文明的主航道仍然是大概率事件。我们看到真正3.0文明的主道其实和政治、文化关系不大，而和自由市场经济及现代科技关系极大，这是真正的本质。这是很多投资人，尤其是西方投资人对中国最大的误解。

只要中国继续走在3.0现代科技文明的路上，继续坚持主体自由市场经济和现代科学技术，那么它的主要大类资产的表现，股票、现金的表现大体会遵循过去300年成熟市场经济国家基本的模式，经济仍然会持续累进式的增长，连带着出现通货膨胀，股票表现仍然优于其他各大类金融资产，

价值投资理念在中国与美国一样仍是投资的大道、正道，仍然可以给客户带来持续稳定的回报，更加安全、可靠的投资回报。这就是我认为价值投资可以在中国实行的最根本性的一个原因。

另外一个情况是，我认为价值投资不仅在中国可以被应用，甚至中国目前不成熟的阶段使价值投资人在中国具备更多的优势。这个原因主要是，今天中国在资本市场中所处的位置，资本市场百分之七十仍然是散户，仍然是短期交易为主，包括机构，也仍然是以短期交易为主要的目的。价格常常会大规模背离内在价值，也会产生非常独特的投资机会。如果你不被短期交易所左右、所迷惑，真正坚持长期的价值投资，那么你的竞争者会更少，成功的几率会更高。

而且中国现在正在进行的经济转型，实际上是要让金融市场扮演越来越重要的融资角色，不再以银行间接融资为主，而让股票市场、债券市场成为主要资金来源，成为配置资源的主要工具。在这种情况下，金融市场的发展规模、机构化的程度、成熟度都会在接下来的时间里得到很大的提高。当然如果把眼光只限在眼前，很多人会抱怨政府对市场的干预过多、救市不当，等等，但是我认为如果把眼光放得长远一些，中国市场仍然是在向着更加市场化、更加机构化、更加成熟化的方向去发展，在下一步经济发展中会扮演更重要的角色。真正的价值投资人应该会发挥越来越重要的作用。

所以今天我看到各位这样年轻，心里还是有一些羡慕的。我认为在你们的时代里，作为价值投资者，遇到的机会可能会比我还要多。我感觉非常幸运，能够在过去这二十几年里师从价值投资大师，能够在他们麾下学习、实践。你们的运气会更好。但我还是希望大家能永远保持初心，永远记住这两条底线：第一，要永远明白自己的受托人责任，把客户的钱当作自己的钱，当作自己父母辛苦血汗积攒了一生的保命钱。你只有这样才能真正把它管好。第二是要把获取智慧、获取知识当作是自己的道德责任，要有意识地辨别在这个市场里似是而非的理论，真正地去学到真知灼见，培养真正的洞见，通过长期艰苦的努力取得成就，为你的客户获取应得的回报，在转型期为推动中国经济发展做出自己的贡献，这样于国、于家、于个人都是一个多赢的结果。

我衷心祝愿各位能够在正道上放胆地往前走！因为这里面既无交通堵塞，风景也特别好。也不要寂寞，因为这个行业里充满了各种各样的新奇，各种各样的挑战，各种各样的风景。我相信各位在未来一定可以在这条路上走得更好。坚持努力15年，一定可以成为优秀的投资人！谢谢！

# 价值投资的知行合一

## ——2019年11月在北京大学光华管理学院的演讲

## 一、价值投资的理论与实践

很高兴5年后有机会重新来到北大光华管理学院的这门价值投资课上与大家分享。今天是美国的感恩节，借此机会我要感谢光华管理学院的姜国华教授和喜马拉雅资本的常劲先生，以及在座的各位同学和价值投资的追求者、支持者，感谢各位这些年来对价值投资在中国的实践的传播与支持。

另外，5年来，我一直对自己在此讲的第一课有点遗憾。那堂课中我们主要讨论了价值投资的基本理论，尤其是否适合中国，但是对价值投资的具体实践讲得不多。事实上，价值投资主要是一门实践的学问，所以今天我主要讲价值投资中的实践问题。我想先讲讲自己理解的价值投资实践的框架，然后留出时间给大家提问。

价值投资的基本概念只有四个。第一，股票是对公司的部分所有权，而不仅仅是可以买卖的一张纸。第二，安全边际。投资的本质是对未来进行预测，而我们对未来无法精确预测，只能得到一个概率，所以需要预留安全边际。第三，市场先生。市场的存在是为了来服务你的，不是来指导你的。第四，能力圈。投资人需要通过长期的学习建立一个属于自己的能力圈，然后在能力圈范围之内去作投资。这就是价值投资的基本思维框架，逻辑简单、清晰，理解起来并不难，而且在投资实践中，价值投资是我所了解的唯一能够为投资人带来风险加权后长期优异回报的一种投资方法。也因此，很多人对价值投资都有了解，尤其是因为价值投资界最出名的实践者巴菲特先生——他过去60年来的成功在全世界引起了现象级的关注。但是据实证研究，市场参与者中可能只有不到5%的人是真正的价值投资者。为什么明白价值投资的人很多，实际从事价值投资实践的人却这么少？今天我主要讲讲在价值投资的实践中为什么知易行难，难在何处？为什么人们在实践中会遇到种种问题，遇到问题后又容易被其他方法吸引过去？

让我们逐个分析一下这四个概念。

价值投资四个概念中的第一个——股票是对公司的部分所有权，实际是一个制度性的观念。如果股权可以代表公司的部分所有权，在一个制度下，如果私人财产权能得到真正的保护，那么对私人财产的使用也就能得到保护，私人财产权也就能够自由交换。如果财产权不能自由交换，也很难成

为真正的权利。例如现金就是一个财产权，因为我们可以随时使用它，把它变成我们想要的东西。所以对股权交换的保护是一个社会是否保护私人财产的重要标志。能不能做到这点是由社会本身决定的，和投资人的因素没有关系。一个社会只要允许这样的制度存在，就会有价值投资的存在。就目前来看，这样的制度在我们的社会中确实是存在的，股权交换是被允许的，因此股票是对公司的部分所有权这点是成立的。

第二个——安全边际，实际是一个方法问题，概念上没有特别大的歧义。付出的是价格，得到的是价值。因为对价值不是很确定，所以要以尽量低的价格购入，这一点相信大家都认同。那么这样看来，价值投资在实践中最主要的困难可能来自另外两个概念，一是市场先生的假设，二是能力圈的建设。

对于市场先生的假设，我们先回顾一下最早本杰明·格雷厄姆教授是怎么描述他的——他说你可以把股票市场想象成是一个精力特别旺盛、不太善于判断、不太聪明但也不坏的人，他每天早上起来第一件事就是给你吆喝各种各样的价格，不管你感不感兴趣，他都不停地吆喝。但是这位市场先生的情绪变化无常，有时候他对未来特别乐观，价格就叫得非常高；有时候他特别抑郁，价格就会喊得很低。绝大部分时间你可以对他完全忽略不计，但是当他变得神经质的时候，或者极其亢奋，或者极其抑郁，你就可以利用他的过度情绪去买和卖。

但是你会发现自己面临一个很大的问题。在学校里，当你读到市场先生的概念时，你会觉得很有道理，然而一旦进入到市场开始工作的时候，你会发现跟你做交易的对手都是真实存在的人。这些人看起来学历很高、钱比你多、权力比你大、经验也比你丰富，个个都是“高大上”，很成功，有些甚至是你的上级，你觉得他们怎么看也不像格雷厄姆形容的那位市场先生。在你和他交手的过程中，短期来看你还常常是错误的那方。一段时间后，你不断被领导训话、被“错误”挫败，就开始感觉好像自己才是那位傻傻的市场先生，别人都比你厉害，开始对自己所有的想法都产生怀疑了。这是我们在价值投资的实践中会遇到的第一个困难和障碍。

第二个困难是我们对自己的能力圈的界定。能力圈的边界到底在哪里？怎样才能显示我真的懂了？当市场变化剧烈的时候，我买的股票全在亏，而别人的都在涨，我怎么判断自己是正确的，别人是错误的呢？

今天我主要针对市场先生和能力圈这两个困难来讲四个问题。

第一，股市——关于股市里面的投资和投机的问题。第二，能力圈是什么？如何建立？第三，投资人的品性——无论是沃伦还是查理都曾讲过，投资人最重要的一个叫“temperament”的概念，这个词不太好翻译成中

文，我给它定义叫“品性”。品性中有一些是与生俱来的，也有一些是后天培养的。价值投资人具有哪些品性、修养？这些品性、修养应该如何培养？第四，普通的投资人如果不想做专业的投资人，应该怎么去保护和增加自己的财富？希望这四个问题能涵盖到价值投资实践的大部分情况。

## 二、股市：投资与投机的结合体

我们在股票市场中投资，首先必须得面对股市。股市到底是什么？股市里面的人是哪些人？他们的行为有哪些类型？价值投资人在其中处于什么样的位置？

我们先回溯一下股市的历史。现代的股市大概出现在400年前，其历史不算太长，在此之前商业机会不多，不需要股市的存在。那个时期发生的最大一件事是500年前新大陆的发现，这为整个欧洲带来了此后一两百年经济上的高速发展。伴随着殖民时代，出现了一些所谓的现代公司。公司这个概念是怎么来的呢？因为当时的殖民商业活动和远洋贸易需要大量资金且风险很高，最早的殖民商业活动都是由最有钱的欧洲各国的国王支持和资助的，但很快国王的钱也不够用了，必须去和贵族等一起合组公司，于是就出现了最早的现代股份公司，用股权的方式把公司所有权分散开来。因为这些公司的发展速度比较快，需要的钱很多，国王和贵族的钱也不够用了，便想办法让普通人的储蓄也能够发挥作用，于是产生了把股权进一步切分的想法。但问题是，一般的老百姓很难对股权定价。他们不太懂这些公司到底怎么赚钱，所以想到的办法是把股权分得尽可能小，只要投很少的钱就可以加入，而且可以随时把股权卖出去。这个设计迎合了人性中贪婪、懒惰、喜欢走捷径的心理。人类从本性而言都想走捷径，不劳而获，通过付出最少方式获得最多的利益，并为此甘愿冒险，也就是所谓的赌性，这也是为什么赌博在历史上几乎所有时期一直都存在的原因。

股市最早的设计迎合了人性中赌性的部分，所以股市一发展起来就获得了巨大的成功。当时荷兰最重要的两家公司，东印度公司和西印度公司，尤其是东印度公司正处在一个长期发展的阶段。股权融资的钱被迅速地用于公司的经营发展，为投资人产生更多的利润回报，于是形成了一个正向的循环。越来越多的人被吸引到股市中去，并且可以随时买卖股票，这就形成了另外一个买卖的动机，买卖东印度公司股票的人不仅是在猜测东印度公司未来的业绩，更多是在猜测其他人买卖这支股票时的行为。投机行为使早期股市大受欢迎，越来越多的公司因此发展起来了。

但股市还有另一个非常奇妙的功用——正向循环的机制。随着越来越多人的参与，越来越多的公司被吸引进入股市，这些公司如果处在一个长期上升的经济中，通过股市融资就能够扩大生产规模，创造更多产品、更多的

价值，让人们获得更多的财富，人们有了更多财富就会产生更多的消费，这就形成了经济中正向的循环机制。虽然股市在刚开始的时候，其设计机制利用了人性中赌性的成分，但当参与的人和公司到达一定数量时，如果经济本身能够不断地产生这样的公司，这个机制就能持续下去。

恰好也在400年前，另外一种制度开始慢慢诞生，这就是现代资本主义制度，亦即现代市场经济制度。此时科学技术本身已经开始发生革命性的变化，持续数百年，一直到今天还在进行。科技革命和市场经济的结合，产生了一个人类历史上从未发生过的现象——经济开始呈现出持续的、累进的增长，连续增长了大约三四百年，把人类文明带入了一个前所未有的崭新阶段。累进（复合增长）是一个很可怕的概念，绝大部分人大概不知道累进的力量有多大，因为这个现象在人类历史上从来没有发生过。假如一个公司的利润以每年百分之六、七的速度增长，连续增长200多年，大概会增长多少倍？虽然每年百分之六、七的回报率看起来不是很高，但200多年后可以增长100多万倍。这就是累进回报的力量！（关于美国股市自1801年之后的增长统计，请参看“价值投资在中国的展望”图7。）

这样的回报会吸引越来越多的股民进入股市，越来越多的股民进入股市，就会吸引越来越多的公司上市。这是股市能把社会的全部要素都调动起来的一个很奇妙的功能。股市最早的设计初衷未必是这样，但是结果确是如此。所以股市中从一开始基本上就有两类人，一类是投资的，另一类是投机的。投资者预测公司本身未来的表现，而投机者则是预测股市中其他参与者在短期之内的行为。

这两类人有何区别？投资跟投机最大区别在哪？这两种行为的结果有何区别？

对投资者而言，如果投资的公司遇到一个可以累进、持续增长的经济，它的利润和投资回报会持续增长。而对投机者而言，如果只是猜测他人在短期之内的买卖行为，到最后只可能有一种结果：赢和输必须相等，也就是零和的结果——这个市场中所有的投机者买卖股票所获得的利润和亏损加在一起，其净值一定为零。这就是投机和投资最大的区别。当然我不否认其中有些人可能赢的概率高一些、时间长一些，而有些人可能一直在做韭菜、一直没翻身。但是总的来说，只要给足够的时间，全部投机者无论赚钱还是亏钱，加在一起的结果是零，因为这些投机的股市参与者短期内的行为不会对经济、对公司本身利润的增长产生任何影响。有的人可能说我是“80%的投资，20%的投机”，是混合型。这类参与者，他70%、80%的投资人那方面的工作如果做得对，甚至他只投了指数，其回报也会因为现代经济累进增长的特点而持续增长，但他投机的部分一定会纳入到所有投机者行为的总和中，最终的结果是一样的——全部归零。

知道这个结果后，你是选择去做一个投资者，还是一个投机者？当然这是个人的选择，没有好恶，唯一的不同是它对社会的影响。投资者的确会让社会的所有要素进入一种正向循环，帮助社会进入到现代化。所谓现代化，其实就是一种经济开始进入到复利增长的状态。

相对而言，股市投机的部分跟赌场非常接近。从社会福祉的角度讲，我们不希望这个赌场太大。如果没有赌性、投机的部分，市场也无法存在。但真正能让股市长期发展下去的参与者是投资者。我们可以把投机的部分当作必要之恶（necessary evil）看待，这一点是去不掉的，也是人性的一部分。我们无法否认人性中赌性、投机的成分，但我们不能让这个部分太大。无论何时、何事，如果投机的成分太大，社会必然会受到伤害。我们刚刚从2008—2009年全球金融危机里走出来，对这种伤害还是记忆犹新的。所以当你明白了归零的道理，你的确可以把那些投机者当作市场先生。

有些投机者可能的确在股市中获了利，在一段时间内投机套利很成功，比你有钱、有地位，但是你骨子里明白，他所有的行为总和最终是归零的。如果你的价值观是希望对社会有所贡献，那你毫无必要对他表现出那么多的尊重，哪怕他各方面看起来都比你强。这是一个价值观的问题。但你如果不明白这个道理，或者不认同这样的价值观，就会总觉得自己错失了机会，其他人懂得比你多、做得比你对。

既然投机活动长期加总为零，不产生任何真正效益，那么又为什么投机者能够长期存在呢？这就回到资产管理行业的一个特点。资产管理行业虽然是服务行业，但是存在着严重的信息不对称，投资跟投机的区别很难被鉴别。所有的投机者都有很多理论，现在讲K线已经是比较“低级”的了，最新的理论讲AI（人工智能），但本质上两者都一样。当他们用这些理论试图说服你的时候，总能让绝大部分人云里雾里。关于投资和投机的道理其实很简单，但我没有看到任何正式的教科书里谈到这个根本的问题。为什么没人谈这个问题呢？大多数人要不是没想清楚，就是因为只有这样才有利可图。不谈这个问题的好处在哪？可以收税啊。它实际上收的是一种无知税，或者叫信息剥削税。资管行业存在的一个很大的根基，就是因为无知税的存在。大批的人能在这个行业里存活下来，主要是靠信息剥削。不管将来的结果如何，我只要能够在短暂的一段时间里，暂时表现我在盈利，马上去做各种各样的广告，让全世界都知道、都来买，不管将来结果怎么样，我先收1%、2%，反正拿到钱、收了税之后，不管结果怎样我先稳赚。这个行业确实如此，所有的收费标准都一样。如果这种收费机制特别有道理的话，是不是那些真正能够带来回报的投资经理应该收得多一些？而其他人应该少一些？但实际情况不是这样，大家收费都一样。因为谁也说不清楚哪个投资经理更优秀，只有过了很长的时间才能看到孰优孰

劣。而且每个人的投资理论都非常复杂，你很难立刻判断说他一定不行。

所以搞清楚投机者和投资者的区别很重要，搞清楚市场先生在哪里也很重要。你要是不愿意交信息剥削税，或者你不愿意靠收信息剥削税去生活，那你可能就要忍耐、坚持。如果你相信合理回报，想对社会有所贡献，那从一开始你就要愿意做一个投资者，如果做不了的话，也要努力不要向一个投机者交信息剥削税。这就是为什么理解清楚市场先生的概念很重要。因为你如果不想清楚这个概念，无论在学校里曾经是怎么想的，只要一开始工作，别人给你一讲别的理论，你脑子就乱了，立刻就觉得好像别人说的很对，自己原来的想法不太对，被市场先生这个概念给误导了。所以大家只要记住投机归零的概念，就会明白为什么这些投机者没有长期的业绩，靠投机做不出长期业绩，也做不大。有一些短期的做得比较好的，其实多多少少是靠合法的抢先交易（legalized front running）。做老鼠仓可以一直赚钱，但这是非法的。如果你想出一种AI的办法能够猜测大家都要买卖什么股票了，例如新的指数基金，或者A股进MSCI之前，我先抢先交易一下，先建一个合法的老鼠仓，这可能也能赚些钱，是吧？但是这确实也做不大。如果能做大的话，整个社会就不合理了。所以你看到，投机的所有策略到最后都做不大，也没有长期业绩。凡是能够做大、有长期业绩的，基本上都是投资者。

顺便谈谈，指数投资为什么也可以有长期回报？因为指数投资基本上就是全部投资者和投机者的总和，如果投机者最终的结果归零，那么指数投资的结果实际上就是投资者的净结果。数学上来说是不是这样？这就是为什么指数投资可以有长期回报，但这种情况只可能在其经济体已经进入现代化的社会中发生。现代化经济体能够自发地产生累进、持续的经济增长，而且在实行市场经济和股市注册制的市场，其股市指数能够比较代表经济体里所有的规模公司，在这种情况下，指数投资基本上就能反映出这个经济体大体的经济表现、商业表现。

## 三、能力圈

接着我来谈下一个问题：假设我既不想去信息剥削，也不想去玩零和游戏，而是真的想正正经经做一个投资人，该怎么去做呢？

这就回到了能力圈这个概念。因为我们做投资者就是要去预测所投资的公司未来大体的经济表现，亦即对公司基本面的分析。要弄清楚这个公司为什么赚钱、怎么赚钱、将来会赚多少钱？遇到竞争的状态如何？它在竞争中的地位如何？我把这个过程统称为建立自己的能力圈。

下面的问题是，如果我刚刚开始学习价值投资，如何开始（建立我的能力圈）呢？我怎么才能学会如何分析公司呢？各种各样的公司看了很多，但

不知道从何下手。经过一段时间的研究之后，觉得对某个公司懂了一些，但是不知道懂得够不够。要等到什么时候才能买这只股票？在什么价格上才可以买？同学们问的这些问题都很具体，很多从事过这个行业的人也会有这样的疑问。那么能不能用卖方分析师给出的估值呢？从卖方的角度看，用什么价格能把股票卖出去才是他真正的考量，至于卖出的价格对不对他并没有那么关心，反正不是用他自己的钱。但如果是用自己的钱，心态可能就不一样了。所以说能力圈其实也是投资者的核心问题。

怎么才能建立能力圈？对每个人而言的确不太一样，因为每个人的能力不一样，这里我可以分享一下我自己是怎么开始做的。

我进入这个行业其实是误打误撞。大概在二十七八年前，那时我是哥伦比亚大学的学生，刚去美国，身上就背了一大堆债务（学生贷款），不会做生意，也不知道怎么挣钱，所以天天担心如何偿还债务的问题。80年代的中国留学生都没钱，一下子去到美国，背负的债务还是美元，看起来简直是天文数字。所以我就老琢磨着怎么去赚点钱。有一天，一个同学告诉我，学校里有个人来做讲座，谈怎么赚钱，且这人特能赚钱。我一看海报上还写着提供免费午餐，我说好，那去吧。后来我去到像我们今天这样大小的一个教室，和我以前去过的提供免费午餐和讲座的教室不太一样。一般有免费午餐的教室都有个能坐二三十个人的大长桌，旁边有午饭，演讲嘉宾坐在前面。我去了就问午餐在哪？同学说那个演讲的人叫“午餐”。因为自助餐（buffet）和巴菲特（Buffett）的拼写就差一个T，而我刚开始学英语，没弄清这两个字的差别。我心想这个人既然敢叫免费午餐，肚子里肯定得有点东西，所以就坐下来听了。听着听着，我突然觉得他讲的东西比免费午餐好太多了。以前我对股市的理解，就是像《日出》（曹禺话剧）里描述的那样，那些30年代在上海搞股票的人，尔虞我诈，所以我一直认为做股票的人都是坏人。但这位“免费午餐先生”怎么看都不像个坏人，而且很聪明，讲话很有趣。他讲的道理浅显易懂，不知道为什么在讲课的过程中，我突然就觉得这个事好像我可以做。因为我感觉别的事情我也做不了，但研究数字还是可以的是吧？反正从国内来的，数理化应该还可以。

听完那个讲座后，我第一件事就是去图书馆找资料，研究这位老先生。越研究就越觉得这个事儿还真的可以做。他的理论也好，实践也好，他写的那些给股东的信，我基本上都能够接受。所以我就开始想办法怎么去找到有安全边际的公司，我想有安全边际的东西肯定是便宜的吧。那时我虽然对公司的生意是什么不太了解，但如果只是分析一张资产负债表，小学算术就基本够用了。所以我就开始去看《价值线》，上面有几千家公司过去10年的基本财务情况。《价值线》把这些公司划分成不同的类别，其中一个类别是近期最便宜的股票，比如按照P/B是多少，P/E是多少。其实那时

我对P/E还不太了解，对公司也不太了解，所以我只看资产负债表，看它的账面净资产有多少，这些净资产的价值多少，和股票市值比较。我最先看上的几个股票，实际上也不知道它们做什么生意，反正它们不亏钱。其账面上要不然就是现金，要不然就是房地产，尤其是拥有其他公司的股票等等，而账面净资产都远高于市值，有些居然是市值的两倍还多。可能因为我还没工作，没见过那些“高大上”的华尔街人士，那时我就是确信有“市场先生”的存在。然后我就专门找了一些在纽约附近的公司去看，看看这些公司是不是真的，它们账目上的资产是不是真有，它们是不是真的在经营（虽然对它们做什么事不太清楚）。所以我开始投的几家公司其账面上的净资产都差不多是其市值的两倍。因为它们的安全边际足够高，价格足够低，所以才敢买。

但后来我发现了另外一件事，就是我买完以后，突然之间对公司的兴趣大增，跟以前那种理论上的兴趣完全不一样了。以前我只是学习，纸上谈兵，从来没做过投资，总觉得这些公司跟我没直接关系，也就学得不太深。而一旦我买完了一只股票后，就觉得这家公司真的是我的了。因为巴菲特先生讲的关于价值投资的这几条基本概念我都笃信不疑，尤其是他说的这第一条，就是股票是公司的所有权，我还真信。我就觉得买了它们的股票就是我的公司了，所以每天有事没事就溜达过去看一看，这公司到底在做什么呢？虽然也没太搞清它们在做什么。

例如我最早投资的一家总部位于宾州的公司，当时它把其主要的有线电视业务卖给了当时最大的有线电视公司（TCI），并换成了TCI的股票，剩下的资产包括一些电信公司，这些电信公司拥有很多牌照，但收入很低，来自这些子公司的收益跟它的市值完全不成比例。我研究发现这些牌照都是花了大价钱买的，而且买的时间已经很长了，所以虽然账面价值很低，但应该值很多钱，可是也不知道估值，只知道当时仅仅它拥有的那家最大的有线电视公司（TCI）的股票价值就是这家公司市值的两倍，如果按照市净率来算的话，我认为它的股价至少得涨一倍，才跟它拥有的TCI股票价值一样。

结果我买了之后不久，那家有线电视公司（TCI）的股票开始涨起来了，因为它收购了很多其他的有线电视公司。于是我突然之间对有线电视公司也开始有兴趣了，我觉得TCI也是我的，所以我就开始研究它。这类有线电视公司的业务相当于是一个地方垄断（local monopoly），一家公司如果在某个地区有牌照，别家公司就不能进来。有线电视用户都是提前一个月预付费用，所以公司的收益很容易预测，因此它也就能够去借很多钱，而且成本很便宜，从计算上讲其实是很简单的一个生意。TCI是一个大型上市公司，它可以用自己的股票以很便宜的价格去买一些小的非上市有线电视公司，所以它每买一家公司，其每股收益都是在增长，其股价也随着

增长。这其实是一个数学概念，相对比较容易理解。TCI就是今天美国AT&T Cable的前身，现在成为美国最大、最成功的有线电视公司。但那时大概是20多年前，它只是刚刚开始显示出与其他同类有线电视公司的不同。

那时候随着TCI股票上涨，我的公司股票也开始上涨了。下面最有趣的事是，突然间那些电信牌照也变得很有用了。这时一种新的产品——手机——出现了！20多年前手机是一个新鲜事物。我的这家公司拥有的电信牌照可以用来建立一个全国性的手机无线网络，于是它聘请了当时最大电信公司的总裁去做它的CEO。这家公司本是名不见经传的一家小公司，但这件事一下子就轰动了，之后我的狗屎运就来了。这家公司的股票一下子就变的特别值钱，不仅超过了它拥有的TCI股票估值，接着又狂涨了好几倍。那时候我心里就完全没底了，因为对我来说完全没有安全边际了，所以我就卖了。当然卖完了之后股票还接着涨了很多，但当时我也弄不太清楚无线网络生意到底怎样，其实到现在也没有完全弄清楚。

但是这个事情给我一个经验，我发现如果能有足够安全边际的时候就敢买。另外我还发现，买完了以后人的心理（mentality）就真的变了。价值投资所说的股票是一种所有权，这其实也是一个心理学的概念。以前我不太懂，买完了之后才懂。光是理论上这么讲没用，一到我买完了之后，突然发现自己成了所有者，我发现自己对所投的公司哪方面都关心。那家我买了股票的公司，记得有一次我周末去拜访，保安不让我进，结果我居然跟保安兴趣盎然地聊了一个钟头，我问说你们保安是怎么雇的，待遇如何等等。我真的把自己当老板了，对公司的方方面面都特别有兴趣，而且这些兴趣特别有助于我了解公司。其后因为它我开始研究有线电视公司，发现有线电视公司非常有意思。再后来又研究电信公司，觉得也很有意思，兴趣就起来了。我于是开始一家一家地研究另外几家类似的公司，对这个行业也了解得越来越多。买进去是因为有安全边际，但是进去之后我发现自己开始对生意本身产生了兴趣。因为这件事告诉我，公司的价值不只是资产负债表带来的，更主要是它的盈利能力（earning power）带来的，所以我开始对公司本身特别有兴趣。大的公司我也不太了解，所以我就找一些比较小的公司，而且最好就在我当时住的纽约附近的，这样我可以随时去查看自家的公司。跟谁聊都行，跟门口保安聊聊也行，反正是自家雇的对吧？所以我就发现人的心理（在真正买入股票以后）发生了变化，变得对公司所有的一切都特有兴趣。

那个时候对我来说最有启发（revealing）的还有另一间公司，这间公司拥有很多加油站，这让我对加油站也很有兴趣。那时候我住的地方附近有两家加油站，在同一个路口上，一边一个，但是我发现有一家加油站比另一家顾客多很多，哪怕是在相反道上的车也过来加油。两家加油站的价格其

实一样，油也是一样的，是同一个标准。我当时觉得很奇怪，觉得既然是自家的公司，一定要看看到底怎么回事。我去看了，发现车特别多的那个加油站的拥有者是一个印度的移民，全家都住在那里。一有客人来的时候，他就一定要拿一杯水出来给客人，你不喝也会递上，然后还跟你聊聊天，如果小孩放学在的话还会来帮你清扫一下车。另一家的管理人是一个典型的白人，人也不坏。（加油站）不是他拥有的，他是拥有者雇来管理的，所以他基本上就在店里面不出来，外面怎么样他都不管。就这一点区别，我根据统计发现两个加油站的车流量在同一段时间内至少差三倍。这个时候我就开始明白，管理人是不是有拥有者的心态也很重要。通过这些事儿，我就开始慢慢地理解，一个公司怎么赚钱，为什么能比别的公司赚得多。像这个加油站的例子就是最典型的，完全同质的产品，一点差别都没有，但是服务上稍微差了一点点，流量就能差三倍。那位印度人这样做的原因是什么？跟我一样因为他是移民，需要钱，如果他不能把顾客拉进来，他经济上肯定会有问题。另一边就没事，生意跟他没什么关系，他就拿着工资，假装在工作。所以就是这一点差别。这个时候开始，我就对公司本身是怎么管理的，每个公司在竞争中的优势，哪些优势是可持续的，哪些优势不可持续等问题产生了兴趣。所以后来我就在我能理解的一些小公司中找到了一两个特别有竞争优势的企业，并获得了很好的回报。再后来又从理解小公司变成了理解大公司，能力圈也跟着一点点变大。

我举这些例子想要说明的是，如果你要建立自己的能力圈，你投资的东西必须是你真知道的东西。安全边际很重要，你只要对在安全边际内的那部分真懂，其他的你不懂不重要。这是第一点。

第二，一旦你开始用所有者的角度来看生意的时候，你对生意的感觉就完全不同了。如果说我不用真的去买，也能够用生意拥有者这个角度去看待当然是最理想的，但是从人的心理角度来说，做到这点很不容易。所以这种心理学的技巧（psychological trick）是有用的。我们都有敝帚自珍的心理，一旦说这是我的东西了，它哪都好！所以一旦你把自己视为拥有者的时候，你会瞬间充满了学习的动力。我让我公司的研究员去研究一家公司，第一件事就是要告诉他，假设你有一个从未谋面的叔叔，突然去世了，留了这家公司给你，这个公司百分之百属于你了，那么你应该怎么办？你要抱着这样的心态去做研究。当然做到这点和你实际拥有还是不太一样的。尤其是我刚开始做投资时，个人净资产是负值，所有的钱都是借来的，这给我带来非常大的动力。其实现在也是一样，我们和所有人谈话也都是抱着百分之百拥有公司的心理。我们去公司调研，和谁都得谈，碰到保安也得聊一聊，他的工作做得怎么样？他是不是雇得合理？我们人力资源的政策是怎么样的？所有的问题都会关心。

第三，知识是慢慢积累起来的，但是你必须一直抱有对知识的诚实

（intellectual honesty）的态度。这个概念非常重要，因为人很难做到真正客观理性。人都是感情动物，我们相信的东西、对我们有利的东西，通常就会成为我们的预测。我们总是去预测这个世界对我们很好，而其实客观上我们都明白，这个世界不是为你存在和安排的。所以做到对知识的诚实很难但是非常重要。知识是一点点积累起来的，当你用正确的方法去做正确的事，你会发现知识的积累和经济的增长是一样的，都是复利的增长。过去学到的所有经验都能够互相印证、互相积累，慢慢地你会开始对某些事情确实有把握了。

另外对我来说很重要的一点，就是一定要让你的兴趣和机会来主导研究，不要听到别人买了什么东西，我也跟风去研究。别人的股票和机会是别人的事，与你无关，你只要把自己的事情做好。如果你发现了机会，那就去研究这件事；如果你对某样东西有兴趣，就去研究它。这些机会、这些兴趣本身会带着你不断地往前走。一点一点去积累你的知识，不用着急。

最后的结果是每个人的能力圈都不一样。每一个价值投资者的投资组合都不太一样，也不需要一样。你不需要跟别人多交流。你要投的东西也不会太多。因为每一件事情要想搞懂，都需要花很多很多时间，一支股票、一个公司也是如此。你最终建立起来的能力圈、能够大概率预测正确的公司一定很少，而且一定是在自己的能力范围内。如果它不在自己能力范围内，你也不会花时间去研究。所以你的能力圈必定是在小圈里。真正能赚钱，不在于你了解得多，而在于你了解的东西是正确的。如果你了解的东西是正确的，你一定不会亏钱。

## 四、价值投资人的品性

下面一个问题，什么样的人适合做价值投资？价值投资人是不是有一些共通的、特殊的品性？沃伦和查理一直说，决定一个价值投资人能否成功的因素不是他的智商或者经历，最主要的是他的品性。品性是什么呢？下面我来谈谈自己的理解。以我个人这么多年的经验，我也觉得，有些人不太适合做价值投资，有些人则天生更适合。

第一点，他要比较独立，看重自己内心的判断尺度，而不太倚重别人的尺度。比如说，有些人的幸福感需要建立在他人的评价上，自己买的包，如果得不到他人的赞美，就失去了意义。另外一些人就不一样，自己的包，只要自己喜欢，每天看着都高兴。独立的人往往不受别人评价的影响，这是种天生的性格。而独立这个品性对投资人特别重要，因为投资人每时每刻都面临着各种各样的诱惑，而且还常常因为比较而产生嫉妒情绪。

第二点，这个人确实能够做到相对客观，受情绪的影响比较小。当然，每个人都是感情动物，不能完全摆脱感情的影响，但是确实有些人能够把追

求客观理性作为价值观念、道德观念来实践。这样的人就比较适合做价值投资。投资实际上是客观地分析各种各样的问题，还要去判断很长时间以后的事情，这件事本身是很困难的。如果我们不是从公司资产负债表的角度来看，而是谈公司的盈利能力，那么竞争是最重要的。收益好的公司一定会吸引大批竞争者，竞争者会抢夺市场和利润，所以预测一个当前成功的公司在10年后能否保持高利润是很难的，即便公司的管理者也不见得能说得清，往往更为“当局者迷”。所以你必须要保持一个非常客观理性的态度，能够不断地去学习，这极其重要。

下面一个品性也比较特殊，这个人既要极度地耐心，又要非常地果决，这是一个矛盾体。没有机会的时候，他可以很多很多年不出手，而一旦机会降临，又一下子变得非常果决，可以毫不犹豫地下重注。我跟芒格先生做投资合伙人十六七年了，我们每个礼拜至少共进一次晚餐，我对他了解蛮多。我这里可以讲一个他投资的故事。芒格先生订阅《巴伦周刊》（*Barron's*），就是美国《华尔街日报》的一个跟股票市场有关的周刊。这个杂志他看了将近四五十年，当然，主要目的是去发现投资机会，那么在整个四五十年中，他发现了多少机会呢？一个！就只有一个，而且这个机会是在看了30多年以后才发现的。那之后10年再也没发现第二个机会。但是这不影响他持续阅读，我知道他依然每期都看。他有极度的耐心，可以什么都不做，可是他真的发现这个机会的时候，他就敢于全部地下重注，而这个投资给他赚了很多。这是一个优秀投资人的必备品性：你要有极度的耐心，机会没来的时候就只是认真学习，但是机会到来的时候，又有强烈的果决心和行动能力。

第四点，就是芒格先生为什么可以连续四五十年这么做，就是他对于商业有极度强烈的兴趣。沃伦和查理总是讲商业头脑（money sense），商业头脑就是对生意的强烈兴趣，而且天生地喜欢琢磨：这个生意怎么赚的钱，为什么赚钱？将来竞争的状态是什么样的？将来还能不能赚钱？这些人总是想彻底弄明白这些问题，这个兴趣实际上是他最主要的动力。

这几个性格都不是特别的自然，但是这些性格合在一起，却可以让你成为一个非常优秀的投资人。这些品性中有一些是天生的，有些是后天的，比如说对商业的兴趣其实是可以慢慢培养出来的。但是有些品性，比如说极其的独立，比如极度的耐心和极度的果断，则未必能后天培养出来。一般的人30多年看个东西，什么也没发现，绝大多数人早就不看了。而发现了这一个机会之后，就总想马上再发现一个。但是芒格先生没有，我因为跟他很近，所以观察得很清楚，他的性格确实如此。独立这一点也不是特别容易做到，因为绝大部分人会受到社会评价的影响，会关注别人的看法，这样的人在价值投资的道路上很难坚持下去。

相比之下，智商和学历真的不太重要。如果智商和学历重要的话，那牛顿

就是股神了。实际上，牛顿在泡沫最热的时期把全部积蓄投资在南海公司的股票，几乎是倾家荡产。所以即使你觉得自己比牛顿还要天才，其实也没用。你绝对不需要这么高的智商，不需要那么聪明，更不需要有天才，反正我是肯定没牛顿聪明。投资行业真的不需要特别高的智商，不需要太多显赫的学历和经历。我看过太多的聪明的、高学历的、经历丰富的投资人，结果却很不成功，动不动就被投机吸引过去了。当然他们可以说自己是用基本面分析方法加上对市场的了解等等，反正说起来都一套一套的。人越聪明，就越说得天花乱坠，结果就越糟糕。你不需要科班出身，也不需要念MBA，但是你要对商业有强烈的兴趣。如果你本身对商业没有强烈的兴趣，就算上了MBA也不一定能培养出来。

我有个投资做得非常好的朋友跟我说投资和打高尔夫球很像，我很同意。你必须得保持平常心，你的心绪稍稍一激动，肯定就打差了。前一杆跟后一杆没有一点关系，每一杆都是独立的，前面你打了一个小鸟球（birdie，高尔夫球术语，比标准杆低一杆，是非常好的成绩），下一杆也不一定能打好。而且每一杆都要想好风险和回报。一个洞的好坏胜负并不会决定全局，直到你退役之前，都不是结果。而你留在身后的记录就是你一生最真实的成绩，时间越长，越不容易。所以多打打高尔夫球，对于培养投资人的品性有帮助。冥想（meditation）也很有好处，它能够帮助你对自己的盲点认得更清楚一些。又比如打桥牌可以培养你的耐心等等。有一些东西可以帮助你提升这方面的修养，尤其是我说的这些品性里后天的成分。跟高尔夫球一样，有的东西你一段时间不练习、不实践，确实会忘记。一旦脱离了商业，你的敏锐度（sharpness）确实是会慢慢消失的。

如果有些人说我的确不具备这些品性，该怎么办呢？我的建议是不要强迫自己去做不擅长的事。你可以去找有这些品性的、擅长的人去帮你。人总是需要找到自己比较擅长又喜欢的事情来做，这样自己才能做得高兴、充满动力，因为不是为别人而做。

## 五、普通人如何保护并增加自己的财富

下面我们来谈谈一个普通的投资人，他可能不想做一个专业的投资人，也可能没有机缘，那他如何能够保护自己的财产，让财产慢慢地增加？

第一，别忘了你的备选（alternative）就是现金。现金也可以是基本面研究分析的结果。当你没有发现更好的机会成本的时候，现金是个不错的选择，肯定比你乱花钱去投机强。

第二，如果一个市场的股权能够大致反映经济的整体状况，那么指数投资还是很有用的。如果经济本身以2-3%左右的速率实际增长，加上通货膨胀，也就是4-5%左右的名义增长，那么经济体里的规模以上公司的平均利

润会再稍高一些，比如说有6-7%的增长。我们前面讲到，如果以这样的速率增长200多年，就是百万倍的回报，即使是在你的有生之年，30年、40年的过程中，也会给你带来相当不错的回报。所以你不要去相信那些动不动就说每年百分之几十回报率、翻倍收益的人，这多数是些投机的人。投资这件事一定要靠谱。什么事情是靠谱的？可持续的事。如果不可持续，就不用听了。所以指数投资在指数能够大致反应整个经济体平均表现的情况下，是一种不错的选择。

如果你能够找到优秀的投资人当然最好，但是找到优秀的投资人不是特别容易，尤其在国内现在的环境里。我们其实很想在国内建一个像Graham and Doddsville那样的价值投资的小村落，有些原住民住在里面，大家愿意把自己比较真实的回报率，以及如何得到这样的回报率拿出来分享，看看有没有长期的结果。现在有很多投资人，动不动把他管理的基金叫“产品”。我很难理解这种说法，感觉是工厂里生产出来的一样，而且动辄几十个，好像没有一两百个产品都不能叫成功的投资人，但最后你根本搞不清他的投资结果是什么。我23年来就管理一支基金，我的钱基本都投在里面，这样相对来说就比较好判断投资结果。你如果能够找到值得托付的投资人，而且是实实在在地用正确方法做事的，这当然是非常好的选择。

一般来说，选择投资人首先一定要看清楚他是不是一个投机者。第二，他要具备一定的投资人的品性。第三，他对于自己的专业有一定深度的了解，而且有一个相对较长的投资回报表现记录。接下来，你要看他选择的能力圈是不是在一个竞争激烈的圈子里，如果他的能力圈刚好处在一个竞争不太激烈的范围之内，就更有可能获得比较好的回报。还有你要看他的收费方式是不是合理的、双赢的，他的利益和投资人有没有大的冲突。最后一点是这个人年龄还不算太大，还能在相当长的时间里让你的财富复利地增长。如果你能够找到满足所有这些条件的投资人，可以说是非常幸运了。

但是总的来说，个人投资者最忌讳的就是被市场诱惑，像牛顿那样，在市场非常炙热的时候进去，又在市场低迷的时候出来。不去参与投机是最基本的原则，只要你做到这点，而且只去投资你懂的东西，不懂的东西不做，基本上不会亏钱。有些人立志自己去做投资也很好，但是因为个人投资者时间相对比较有限，所以投资必须要比较集中，一定要投资你确实特别了解的少数几只股票。这个集中度很重要。因为个人投资者的时间、精力、经验等都是集中在很少的几个范围之内，所以在这些范围之内你就只能是集中，必须要集中。通过长期的努力个人投资者也可以做到这种程度。但是最忌讳的是去交信息剥削税。你去看一看基金管理人的收费机制，如果不是双赢（win-win）收费机制的就不要考虑了，凡是只对管理人有好处的，肯定有问题。

所以，如果你了解这几个基本原则，就可以保护好你的财富，也可以让你的财富慢慢地增长。只要是以复利的方式、正确的方式增长，那么即使是慢慢地增长，长期的回报也是很可观的。绝大部分人对复利没有信念，是因为复利这个现象在生活中并不常见。比如说，最有可能复利增长的是各种经验、智慧，但因为绝大部分人的学习方法有问题，所以他们的知识无法积累，而且常常老化，因此他们连最基本的知识复利现象也看不到，很难去想象复利的力量有多大。如果你对投资有兴趣，那你一定要理解复利的魔力，爱因斯坦称它为世界第八奇迹是绝对有道理的。当你得到复利增长的机会的时候，虽然它看起来不那么高大上，比如说百分之六、七、八、九这样的机会，你也一定要明白，这是你一生最重要的机会，一定要抓住。只要复利的时间足够长，这就是你人生最好的、最重要的机会。以上几点就是我对于普通人的建议。

## 六、价值投资与人生

最后我们总结一下价值投资。价值投资是不是一种信仰？我觉得可能是，因为它确实体现了一种价值观——你不愿意去剥削别人，也不愿意玩零和游戏，只愿意在自己挣钱的同时，也对社会有益。你不愿意去做一个完全靠赌博挣钱的人，所以下次当你看到投机的人时，你不用跟他说“祝你好运（Good luck）”，因为他不可能一直都好运，你应该说“玩得开心点儿（Have a good time）”。大家到赌场去玩，其实就是去买高兴，你花了钱都不能玩得开心，那这钱就白花了。很多人回来之后情绪非常低落、抑郁，那就白去了，更怕的是变成赌徒了，最后输得一穷二白。如果你只是当作去赌场玩一下，这是可以的。但是如果你的价值观念不是赌徒的价值观念，那你就要在股票市场上远离赌博，不懂的东西绝对不做。懂的事情就是你能够在相当长的时间里，以极高的概率预测正确的事情。如果不能满足这个条件，你宁可不碰。所以从这个角度来说，价值投资确实体现了一种价值观念，可以说是一种信仰。

如果是一个信仰，就必须要得到验证，过程中你还得经历一下绝望的考验，所以你的感情一定会上下起伏，至少在刚开始时是这样。但是慢慢地，你会真正把它变成自己人生的一部分，波澜起伏逐渐变成了荣辱不惊。由你强烈的对生意本身的兴趣带领，慢慢建立起属于自己的能力圈，然后在自己的能力圈之内游刃有余，之后你就可以心无旁骛，远离杂音的干扰。所以我发现真正成功的投资人，大多数都离金融中心比较远，而且离得越远，业绩越好，比如说奥马哈。其实和北京、上海、纽约、香港这些金融中心的人交流少一些可能更有帮助。那些听起来“高大上”的交易理论、说法其实都是杂音。为什么叫杂音呢，因为投机最终的净结果是零。如果对我今天的分享你只记住一件事的话，只要记住这个零和概念——投机的净结果都是零。虽然大家不提，但事实就是这样，这是一个很简单的

数学概念。你记住了这一点，下次再碰到那些“高大上”的说法，你就可以把他们当作市场先生。你会发现，格雷厄姆对于市场先生的形容其实还是很贴切的。

最后我想说，学习价值投资的整个过程对我个人来说其实特别有意思。最开始为了生计，我误打误撞、机缘巧合地闯进这个行业，进入后发现真的是别有洞天，这个行业确实有很多不可思议的事情，让你时刻都在学习新鲜的事情，感受到你的见识、判断力真正是复合性地在增长。所以你不仅能体会到你的资产回报复合性的增长，还能够体会到自己的能力、学识、见识，都以复利的方式增长。在投资这个行业中，你能同时看到两种现实生活中不常见的复利增长现象，这是非常有意思的事。

我年轻的时候一直在追寻人生的意义，后来我渐渐悟到其实人生真正的意义就是追求真知。因为真知可以改变生活，改变命运，甚至可以改变世界。而且人和其他我们能观察到的事物、和客观世界完全不同。我们观察到的物质世界基本上是一个熵增的世界，能量从高处往低处流动，大的总是能够吃掉小的，体积大的星球撞击体积小的星球必然能将其压碎，整个地球、宇宙到一定程度也会走向湮灭。但是人类世界不同，人可以把世界变成一个熵减的世界，可以让熵倒流。人可以通过学习，从完全无知变得博学；人可以通过修身养性，成为一个道德高尚的人，对社会有贡献的人；人还可以创造出这么多以前根本无法想象的新事物。自从人类来到地球，整个世界、地球都发生了巨变，今天我们甚至有可能离开地球移民太空，可以让宇宙都发生变化，这些完全是有可能的。前面提到，我做的第一个投资和无线电话有关，虽然当时我也没完全搞清楚。26年后的今天，我们谁还能够离开手机？手机、互联网，所有这些其实都只是一个小小的真知创造出来的巨大的变化。互联网其实就是TCP/IP，就是一个协议（protocol）。整个计算机就是一个0和1的排列组合，再加上用硅和电来决定是0还是1的二极管——就这么一个真知让整个世界发生了翻天覆地的变化。

所以对我来说，投资的经历让我真实感受到了人的熵减过程。投资，尤其是在正道上的价值投资，其实就是一个人的熵减的旅程。在这个过程中，你确实可以帮助着去创造，你确实可以做到“多赢”，你不仅帮助了自己，也帮助了身边的人。而且这些被你所支持的洞见，能够让人类世界变得和其他生物所在的客观世界完全不一样。我觉得这是一件特别美妙的事，我想把这种感觉也分享给大家。希望我们能够在价值投资的路上，可以一起走得很远。谢谢大家！

2019年11月29日

## Q&A部分

**问：作为从事了10多年行业分析的卖方分析师，在转型价值投资的路上，有哪些挑战？该怎么切入？已经是一个老司机了，怎么样换频道？**

卖方、买方实际上就是心理的一个变化。为什么我会有公司所有者的心理，是因为我买了第一只股票以后，就发现这个公司真的是我的。人的心理就是这样，对自己拥有的东西感觉就会不同。卖方的情况也是一样的，如果我老想着要把股票卖出去，因为公司给我的激励机制就是要我卖出去，那么我总要把我的这头猪打扮得漂亮一点儿，甚至可以把它说成是麒麟。当然也可能你卖的正好就是特别好的东西，比如你负责研究茅台，确实本身也是很好的企业，但是你从心理上首先想把它卖出去。从人的心理上来说，确实基本上屁股和脑袋是很一致的，这一点很难改变。因为你如果不这样的话，你就太别扭了，在任何地方都待不下去。所以当你从卖方过渡到买方的时候，比如我发现我以前很多做投行的朋友去做投资，基本上都不太成功，因为他还保持着原先做投行的心理，最主要是要把主意卖给别人，因为卖得太好了，所以把自己也说服了。人都是这样，所以说别骗自己，因为自己最好骗。你把"卖给别人"做得特别好的时候，常常就把东西卖给自己了，这个是一定的。所以我就说客观理性特别重要。

如何客观理性？你需要把自己的位置调换一下。所以我觉得你在正式转型之前，最好是先做一些个人投资，感受一下这两者在心理上的差别。做了一些个人投资之后，你会真的感觉到这个公司是我的了。你的想法和卖方的想法就开始发生很大的变化，你去收集信息的方式也不一样，相当于你接受信息的天线开始转向。当你的天线发生转向的时候，你会发现收集到的信息也不一样了。

所以我认为第一步需要在心理上做调节。最好的办法是你先自己来做一做，在正式加入价值投资的行列之前要自己做些投资，但是要用价值投资的方法，而不是用卖方的方法。卖方的方法就是"我想卖的东西永远都是最好的"。你如果没有这个想法，也很难做好卖方。所以你碰到一个卖保险的，看到谁都想把他发展成下家，看着谁都像下家，为什么？靠着这个他才成功，这没办法！所以最重要的第一步是要在心理上作调节，当你感觉到心理发生变化的时候，就会开始脱离原先卖方思维给你的枷锁。

但是原来你对商业的了解、对公司的了解仍然是可用的、可积累的。而当你用所有者的天线去重新梳理信息的时候，会发现很多信息的频道发生变化了，信息发生变化了，你的知识还有用，但是你组织知识的思维结构会发生一些很微妙的变化，而这些变化特别重要。你要不走完这一步很难直接转到买方。

问：研究错误能让人理解成功。您是否见过立志做价值投资的年轻人，尤其是具备您所说的品性的人，但是最后没有坚持下去而失败的？如果您见过这样的人，他们为什么失败？

我见过很多不同的人，也有各种各样失败的原因，最主要的原因还是兴趣。一个人最终能够坚持把一件事情做好，这件事必须要符合他的兴趣。最容易成功的方向其实就是你既有兴趣又有能力的方向。比如说有些人，可能他有价值投资的品性，但是他对别的事情更有兴趣。学习了一段时间价值投资后，他又被别的东西吸引过去了，这是完全可以的，而且我认为这是一个合理的决策。我认为，最重要的不是哪一个行业能赚更多的钱。如果抱着这个念头，你就会去跳来跳去，因为总是有人比你赚的钱更多。你要是用赚钱多少来做判断，你生活得一定很悲惨。所以最终还是要跟随自己的兴趣。如果你的兴趣在价值投资，只要你走在这条路上了，一般来说会越走越远，越走越长。但是如果兴趣不在此，我看到的最多的例子确实是兴趣不在此。但是他在价值投资中学到的东西在别处都会有用，前提是他的品性要比较适合价值投资。

问：怎么确定自己对于研究的公司懂和不懂？自己觉得懂和事实上真的懂，有没有一个客观判断的原则标准？

因为我们做的是预测，所以懂和不懂其实就看你预测得对不对。但是对不对这个谜底不是马上揭开的，都要很多年以后才揭开。如果你是对知识诚实的人，你会一直坚持去揭晓这个谜底，所以你自然会知道你是真懂还是不懂。我对自己公司员工的标准是，如果你对一个公司的研究达到懂的状态，你要能看得出10年以后它最坏的情况是什么样。最好的情况常常会自然发生，所以你要明白它10年之后最坏会到怎样的情况。如果我做不到这一点，我就不太能说自己懂这个公司。但是我的预测结果发生的概率要很高，在非常高的概率下我是正确的，而且我还要跟它10年去看一看我的预测对不对。

所以这确实是一个比较难的问题。最难的地方在哪里？在于人有很多天生的心理倾向。芒格先生在《穷查理宝典》中专门列出了25种人天生的心理倾向，可能实际情况比这个数字还要多。这些心理倾向之所以存在，是因为我们人类的大脑基本上是自然选择、设计的结果。自然选择的大脑其最主要的功能是让我们能够产生更多的后代，能够生存下去。但是我们今天的生活状态实际上是一个文化进化的结果。我们已经生活在高度文明的社会里面，文化进化的社会中很多规则和生物进化不太一样，所以我们身上的那些先天的心理倾向有很多硬伤，让我们不能够非常客观、理性地去做判断。这就是为什么我们在学习和研究中确实会遇到这位同学提的问题，他觉得都懂了，但是他其实并没有明白自己身上的盲点，而没有明白自己身上的盲点导致的结果是他最终被证明是错误的，他其实确实不太懂。

所以当你觉得你明白一件事情的时候，你首先要知道你不明白什么事，因为我们明白的事情肯定是有限的。能力圈最重要的概念就是能力圈有边界，它是一个圈。你如果不知道这个圈的边界在哪里，说我都明白了，那你肯定就不明白。你还要明白，当你知道一个事情是正确的时候，一定要知道它什么时候会错才行。芒格先生有一个标准，我觉得还蛮有用的。他说如果我想拥有一个观点，我必须得比我能够找到的最聪明的且反对这种观点的人还能反驳这个观点，只有在这种情况下我才配拥有这个观点。我觉得这是一个不错的标准。你可以用这个标准来判断自己懂还是不懂，你可以反过来想，能不能找到我认识的最聪明的人，把我所谓懂的东西驳倒，然后我发现他的思维还不如我，我比他驳得还厉害。这个时候有可能，也不能说完全，你确实是理解了。

但是你必须得知道你的这个理解在什么时候是错误的，换句话说，你必须要知道你的这个能力确实是在一个圈里。你如果不明白你能力圈的边界在哪里，你实际上就不明白，因为你不可能都明白。这么说有点抽象，但是一旦到具体问题的时候就很实在了。我们公司有几位同事坐在这里，他们每个人都经历过我问的问题。我的问题一定会把你推到边界上去，你不被推到边界上就不可能真的理解。这就要靠知识的诚实，要不断去训练，一下子很难做到。大家如果不是用这种思维方式来生活，确实不太容易做到真懂。这种习惯对一个人一生都特别有帮助。

问：您刚才讲了怎么样做到真懂。您前面也提到价值投资是学习的过程。能否请您分享一下用什么样的学习方法，才能感受到知识复利的增长？

有用的知识要具备这么几个基本条件。首先它可以被证实，它的逻辑和你看到的事实都能够支持它，再者它确实能够用来解释一些事情，有很强的解释力，同时它还要有比较有用的预测能力。所以我们看到现实生活中的知识里最有用的、最符合这些标准的知识就是科学知识。科学知识的确满足了上面说的所有标准。但是我们现实生活中遇到的现象大多数没有科学理论的依据，因为我们碰到的事情多多少少跟人有关，而跟人有关的事情多多少少是一个几率的分布。我们学习数学，微积分其实不是太重要，但是统计学一定要学好。因为现实中遇到的几乎所有的问题都是统计学的问题。我们再回到这个问题，研究现实生活中这些问题用什么学习方法呢？你还是要用科学的方法，但你必须要知道你得到的是模糊的结果。你宁愿要模糊的正确，也不愿意要精确的错误。你要用科学的方法去学习，这仍然是最有效、最能够积累知识的方法。

另外对我而言最有用的方法是让自己的兴趣做引导。当你对一件事情有强烈兴趣的时候，你能在比较短的时间内、比所有人都有效率的情况下积累起这方面的知识，而且做得比所有人都更好。因为你最终使用这些知识的时候，还是会在一个竞争的环境里；你对于一个事情的判断，还是要拿来

跟别人的判断进行比较的。当你对一个事情有强烈的兴趣的时候，别人停止学习的时候你可能还在想，别人已经满足的时候你可能还在问，这就会让你获得最重要的优势（edge）。所以让自己的兴趣来引导，用科学的方法、诚实的态度缓慢地、一点一滴地去积累知识，仍然是我看到的唯一可靠的学习方法。

问：我们周围有两类比较成功的投资者，一类是判断大局，判断企业的大格局，相信优秀、诚信的管理者，把企业交给管理层来管理，自己做甩手掌柜，这是一类成功的投资者，另一类是希望自己比管理层还懂企业的生意，事无巨细都希望了解。请问您对这两个风格的评价是什么？

这两类风格其实都是获得知识的一部分。对企业来说，其管理人的水平的确是一个很大的变量。一个企业在长期发展中，时间越长，尤其是还在初创时期中、处于一个高速发展的环境下，创始人和企业主要管理者确实对公司的价值会起到非常重要的作用。但是企业的很多特点又是由行业本身的竞争格局形成的，并不以个人的意志为转移。一个人不管有多大能力，在一个非常差的环境里其实也做不出多么优秀的结果；一个相对资质没那么高的人，在一个特别好的行业里面，也可以做得非常优秀。比如有很多优秀的国企，其实它们的领导压根就没干过企业，这也不影响它们的业绩表现很好。每一个企业具体的情况是不一样的，具体情况要具体分析。但是标准都是一样的，就是你获得的知识最终还是要能够用来比较准确地、大概率地预测未来很多年以后的情况。无论你用什么样的方法、从什么样的角度、从哪一个方面，其实各个方面你都要覆盖。你要了解一个企业，必须要了解它的管理层，也必须要了解它的行业基本规则。所有这些都是价值投资相对来说不那么容易的原因，你要了解的东西很多很多。

这就是我们为什么要有一个安全边际的概念。今天我对安全边际的概念讲得相对比较少。我们使用安全边际最主要的原因是因为我们对未来的预测是有限的，我们的知识是有限的。如果你有足够的安全边际、足够的价格保护，这会让你在不太懂的情况下也能赚很多钱。为什么我刚才讲课时举了那个例子？它的生意用今天的标准来看我真的一点都不懂，真是撞了狗屎运，赚了好几倍的钱，其实我应该赚一倍的钱。但就是因为有安全边际，所以我敢去投。然后在投完之后，进而又学习到了很多东西。所以说安全边际特别重要，当你对未来的预期不太清楚的时候，一定要去选择那些特别便宜的机会。你在选择不同机会的时候，便宜仍然是硬道理。

问：请您给大家介绍一下企业的哪些特点要素是企业护城河的主要来源？是品牌、管理团队，还是它的商业模式？您最看重的几类护城河是什么？

这要看时间有多长。时间越长，这个行业本身的特性是护城河最有效的保护；时间越短，人的因素越重要。

每一个行业、每一个企业的竞争优势的来源都不太一样，可保护的程度也不太一样。虽然我们要求的最终理解的标准一样，分析的方法一样，但实际上你花了很多时间去研究后最终得到的答案是，绝大部分企业其实是说不清楚的，也没法预测。很多企业本身的变化确实不构成持续的竞争力。比如我们举最简单的例子——餐馆，在任何时候，每过一段时间总有一批餐馆在北京是生意最好的，某一个菜系是生意最好的。但是你会发现没过多久又变了。因为即便它现在很好，很难保证它将来还会很好。像这类企业，你可以花很多时间去了解，但是最终你会发现，其实你很难判断。

我觉得至少对我个人而言，我会把时间都花在那些在我看来更能够预测的行业里，然后在这些行业里边再去找找看，哪些企业它可预测不仅仅是因为它所在的行业本身可预测，而且也因为它自身确实优秀——优秀的含义就是它对资本的回报远高于它的竞争者。然后我在这些企业中再去发现有哪些东西其实我还是蛮有兴趣的，可能我还有一定的能力去研究，或者已经在我的能力圈范围之内。这些经过精挑细选后的企业才是我应该花时间去研究的。全球上市的企业大概有10万家左右，但是你在任何时候其实不需要研究超过5到10家公司，所以你第一个最重要的工作是做减法。很多东西你可以忽略不计，很多东西都不在你的能力范围之内。你做的唯一重要的事情是确保如果一个机会是在你的能力范围之内，属于你的机会，你一定不能搞错！但是不属于你的机会，你完全可以忽略。

我还是回到原来说的，要做自己相对来说比较了解的，然后也可以在选择上比较挑剔。因为你一旦了解了一个公司之后，你可以慢慢地等待，当机会来的时候，当价格开始进入到相对于你认为的价值有足够的安全边际的时候——这时即使你错，你也不可能亏钱——在这个时候你可以大规模地下重注。所以这样看来，你的研究最好集中在你能够真的弄透、弄明白的事情上。而且既然你选得很少，不妨就选择最优秀的。当然你也可以选最小的、可以抓得住的，也可以去选价格已经很便宜，如果能够理解透、安全边际足够高，不可能会亏钱的。总之你投的是确定性，你要回避的是不确定性。当价格可以给你提供确定性，那价格就成了最重要的考量；当你自己的知识圈、你的能力、判断力成为你的确定性的时候，最好你研究的是本身特别优秀的企业，这样你就不需要不断地每过几年更换标的，你就可以持续很久很久，让这个公司本身的复利增长来为你工作。

问：通过你的讲座，我们对价值投资人具有哪些特点，包括性格特点有了一定的了解。您看中的企业家，他们的最主要的特点是什么？

我从事广义的商业大概有二十六七年了，也见过形形色色、各种各样非常成功的企业家或是不太成功的企业家。我发现市场经济有一个特别有意思的特点，它可以释放各种各样的人的潜能。很多成功的企业家在日常生活中，其实都有这样那样的“问题”。他们在市场经济中被发现之前，在生活

中你可能都不太愿意跟他们打交道，而且他们如果从事别的行业可能大概率会失败。但是市场经济就能让任何特殊的人、不同的人、社会“异类”都有可能在他最终选择的细分行业（niche）里成功。

所以我从不去判断具有哪些典型特征（prototype）、哪些标准人格的人可以在市场经济中成为优秀的企业家。市场经济恰恰就能让各种各样有特色的人都有可能创造出一个适合他的企业，然后取得很大的成功。所以我的结论是没有一个统一的标准说具备什么样素质的人就一定会成功。

但是具体到每一家公司，而不是仅仅分析人的时候，你可以去研究分析，你会了解到为什么这个人创造了这样的一家公司，而且这家公司非常成功。马云自己可能不管公司经营中那些很细节的东西，但他很明白怎么去管人，怎么去用人，他用的人对经营的细节非常敏感，张勇就是这样的人。所以说每一个人都会找到特别适合自己的企业，在判断一个企业的时候，千万不要轻易地下结论说因为这个人怎么样，这个企业一定会成功或者不成功。我也遇到很多看起来各方面条件都应该是对的人，结果他的企业做得很一般。大家可能也都有类似的经验，看一看身边的人，有些人非常优秀，看起来最有可能成功，但后来也不见得做得很好，这种情况比比皆是。所以我觉得一定要回到每一个企业本身，要具体情况具体分析。

问：对于一个学生而言，毕业以后如果要从事投资工作的话，是不是应该去一个投资机构作为第一步？是不是需要一个师傅带着做投资？

以前我在哥大上学的时候，也上过这样一门价值投资课。当时哥大是唯一开设这堂课的大学，沃伦每年都会去讲一次课，也总有人会问他这个问题。他说，最好的学习方法是给你最尊敬的人去工作，这样你会学得特别快。听完这个答案之后，我就决定自己开公司了。（听众笑）其实是开玩笑的啊，主要是因为我找不着工作。

我觉得人跟人也不太一样，有些人确实是在别人的指导下会学得更快一些。但是问题是实践中价值投资人特别少，所以这样的公司自然也很少，而且这些公司基本上不怎么需要雇人——如果这个公司非常成功的话。比如沃伦的公司里，下属100多家分公司，雇了50多万员工，但是他的公司总部一共只有25个人，一直到七八年前，投资人就只有两个，他和芒格两个人管5000多亿美金。所以也很难到他那儿去工作。好不容易在七八年前雇了两个年轻人，他也不带他们，让他们自己去管。我们公司也是，也就十几个人。所以如果有去价值投资人的公司工作的机会当然好，但是那样的机会很少，尤其是特别优秀的投资人基本上不怎么需要雇人。（听众笑）这是一个悖论。

这也是为什么我们要开这门课的原因，而且将来我们也想建一个中国的价

值投资人村，有这么一批人，能够有比较长期的、独立的结果，不是那种发几百个产品的投资人，就一支基金，一个管理人，一种风格，持续很多年得出的结果，这就是我们说的“白名单”结果。我们应该去找这样的人。然后大家真心地看到这个结果是可能的、实实在在的。如果我当年没看到巴菲特真人，我对股票的理解还停留在像曹禺在《日出》里描写的那样，我是断然不会进入这个行业的。当然我也想给巴菲特工作，但他不雇人。我们也不雇人。所以我觉得最好的办法还是自学，自学的同时去和已经在这条路上走了很远的人有一些交流还是非常有用的。

我基本上不做演讲，但唯一的例外就是我常常会回我的母校哥大，对那门价值投资课上的学生做一些分享。在北大开设这堂课之前我也没有在中国做过演讲，今天是我第二次在中国做演讲。为什么不做演讲？其实也是和投资有关系，跟人本身的倾向有关系。回到刚才卖方和买方的问题，人本身天然有卖的倾向——大家总想把自己打扮得比实际更漂亮一些，要不然我们买这些衣服干嘛呀？总想显得比自己实际的结果更有知识、更有判断力、更厉害。夸大自己是人的心理倾向，很难改变。所以你每次去讲的时候都在强化这种观念，尤其是讲一些具体的股票的时候，你每次去讲，每次见投资人的时候，本来还留了一些比较健康的怀疑，因为人不可能百分之百确定，能有百分之八九十的确定性就很不错了。但你会把它说成百分之百确定，讲多了就变成百分之二百、三百了，到最后把自己都给骗了，自己都坚信不疑了。你讲得越多，结果一定会更烂。所以我基本上从来不去讲，但是唯一在什么时候讲呢？就是这种场合下，跟同学们去分享一下，因为确实这样的机会很难得。我不讲具体的公司，但是可以分享一些经验。

总而言之，第一选择仍然是给你尊敬的人去工作。第二选择就是能够自学，而且在自学过程中能够找到你比较敬佩的人，尽量和他保持一定的关系，包括上今天这样的课——今天有很多朋友从全国各地飞来，好像还有从美国飞过来的——其实是有用的，如果我处在你的位置上，我也会这么做。这一点点的分享在实践中会特别有用，因为价值投资就是一门实践的学问。而且投资本身是一个孤独的过程，是自己做决定的事，讨论的人一多，变成一个委员会，你的客观性就丢掉了，你就无法判断成功几率（odds）了，团队的趋同性（group dynamic）也会发生作用，影响你的判断——人的心理倾向对投资而言是很可怕的障碍。我们的生物进化出来的大脑不太适合做投资这件事，所以你确实需要一个修炼的过程。如果大家有这样的机会，那当然一定要珍惜这个机会，抓住这个机会；但是没有机会的时候，你可以创造其他的机会，当然最主要的还是自己学习，自己体验这样一个过程。

问：我很想买一个便宜的股票去研究它，学得更多。但是在这之前我还是

想问一下，基于资产负债表的研究到底能给我提供多少安全边际？

我觉得你是急于买一个股票去研究，还是急于想研究一个股票，然后再买，顺序不要搞错，要研究好了再投。（听众笑）我觉得你的问题可能是上哪去找那些从资产负债表上看市净率那么低的股票？确实在今天的市场中，这样的股票可能不太多了，但其实这样的机会在亚洲很多市场都还存在。我假设你在全球都可以投，全球大概有10万只股票每天都在交易，在亚洲还有很多股票你可以去研究、了解，这样的股票仍然存在。比如说公司是在盈利状态，可能未来很多年都是盈利状态，资产是你可以验证的，比如说是股票、证券或者房地产，是你可以看到的，减掉所有的负债，得到的净资产比如说是100，而公司正好在50左右的价格交易，这样的机会虽然跟我开始的时候相比已经少了很多，但是还有！很奇怪，在任何时候，市场总有这些犄角旮旯的地方有这样的机会。如果我要重新开始，什么都不懂，我可能还是会从这里开始，因为这方面我比较有把握，能够看得见、摸得着，即便我对公司其他方面都不懂，我也不会亏钱。但是在今天的市场里，在我们现在管理的资金规模下，我就不能研究这个问题了。所以在这方面我肯定不是最好的专家。很抱歉我真的无法给你一个满意的答案。但是我知道在其他的市场还有这样的机会，至于在中国市场有没有，我就真不知道了，抱歉啊！

问：请您介绍一下芒格先生什么样的经历、特点造就了他的投资理念？芒格先生的投资理念，据您的了解，是怎么形成的？

首先，芒格先生的很多观念，在从事投资之前就已经根深蒂固地形成了，比如他对于了解这个世界是怎么运转的具有特别根本的兴趣，他特别想弄明白这个世界是怎么运转的，而且对于通过实践去弄明白也特别有兴趣。他就是想弄清楚这个世界什么行得通、什么行不通，尽一切可能去避免行不通的事情。这些观念和投资没什么关系，就是从很小的时候形成的兴趣。现在想想，我也是一样，我在第一次听到沃伦演讲之前，有一些基本的观念已经存在，比如，我对投机有一种生理上的厌恶，我一点都不喜欢。所以我听了他的演讲之后，尽管后来遇到了很多很多华尔街各式各样的投资流派、各式各样的风云人物、各式各样成功的人，但是我从来就没什么兴趣。沃伦也说过，价值投资就像打疫苗一样，打完以后，要么管用，要么不管用，沃伦很少看到过（我也没有看到过），一个一开始就投机的人，然后突然之间有一天他醒悟了，转而想做价值投资去了，这种情况几乎没有发生过。反正我一个这样的例子都没看到过。所以有些观念，那些能够让芒格先生成功的观念，其实在他做投资之前早就形成了，然后他这些观念也影响了沃伦。因为芒格先生对于什么行得通很有兴趣，他自然地会对非常强的、优秀的公司有兴趣，因为这些公司的方法行得通，这些公司赚钱能力比那些便宜的公司好多了。

沃伦早期在格雷厄姆那边干了2年多，跟着他学习了2年左右。格雷厄姆看待问题的方式也强烈地影响了他。因为格雷厄姆的理论主要形成在大危机时代，他在20年代初期，1929年之前也做了一些投资，也有些是投机，而且做得蛮失败的。1929年之后，他痛定思痛，开始系统性地总结一套不同的方法，后来做得不错。而且他从事的时间，主要跨越了从1929年到50年代。1929年股市下跌之后，什么时候才恢复的呢？一直要到50年代初，中间差不多过了17年的时间。所以格雷厄姆大部分职业生涯就涵盖了美国股市最绝望的时候，指数天天在跌，就跟我们A股一样。他是在这种情况下取得了优秀的成就，可是他也不可能做得很大。这些公司，沃伦说的“捡烟屁股的公司”，没有办法做大。

这些想法让他在这个时期很成功，当然对沃伦的影响也很强大。但是当沃伦自己开始做的时候，是50年代中期和末期，这个时候的美国经济，已经从大危机中走出来了，整体经济情况开始上升，那些优秀的企业也真正开始发挥威力了。所以这个时候，芒格先生对沃伦的影响就特别有意义，他从一开始，就对格雷厄姆的这一套理论有相对的保留，对他而言更多地是想弄清楚这个世界是怎么运转的，什么行得通、什么行不通，然后去重复行得通的方法、避免行不通的方法。他对于优秀的公司特别有兴趣，而且他不强调这些公司非要有很大的折让才能去买，因为这些优秀的公司本身就是一个折让，本身就会不断超越别人的预期。后来这个想法慢慢地对沃伦产生了巨大的影响。所以在沃伦的成熟期，他就慢慢摆脱了大危机的影响，但是他仍然保留了很强的对于估值、对于安全边际的要求。这个是我观察到的沃伦身上非常根深蒂固的想法。我想我个人也是这样，可能跟我个人的经历有关。每个人的风格也不太一样。

问：您刚才提到对一般的普通投资人来说，投资指数基金可能是在一个比较健康的经济下比较好的投资方式，假设现在这种被动的指数基金大规模进场的话，您认为它对于整个股票市场的负面影响是什么？

这是一个很有意思的问题。这在中国倒不是一个很大的问题，因为指数基金占的比例很小。在中国和在美国这是两个不同的问题。在中国，因为我们现在还没有完全实行注册制，我们也没有很强的退市政策，所以我们的股指不太能够完全地、公平地反映经济本身的状况。这个问题，我觉得是监管部门可能在今后若干年要着力解决的问题。我们从以制造业、出口为主的经济形态进入到以消费为主的经济形态。以消费为主，融资的方法就要从间接金融变成直接金融，股票市场的作用会越来越大，这就需要吸引更多的人进入股市。需要更多的人进入，就需要控制赌博的成分、泡沫的成分，增加投资的成分。而增加投资的成分最好、最快、规模最大的办法还是股指投资，所以要让股指比较能够公平地反映经济本身的情况。一方面，可能的替代方案是，研究出比较好的ETF（交易型开放式指数基

金），能够比较公平地代表经济的现状。但这里面人为的因素比较多，不是特别容易做好。所以最好的办法还是用市场来解决，比较快地让市场进入到注册制的状态，把退市先做起来，入市也逐渐地做好，这样股指就变得比较有代表性了。这是中国的问题。

美国的问题是指数投资占比越来越高，高到什么程度时，它开始会有一种自身带的正循环和负循环影响到定价？市场之所以需要投资人，是因为投资人是真正能够给证券定价的人。如果市场缺乏定价的机制，就会对整个融资造成扭曲。被动投资最大的问题就是不做定价。需要什么比例的投资人在市场里，才能够让市场比较有效？这是现在成熟市场面临的问题。美国今天股指的大概比例，还没有完全高到影响定价的程度。但是这样发展下去，到一定程度的时候，确实有这种可能性，会让定价的投资人越来越少，以至于失去定价的功能。这是大家的一个说法，但是我个人不是那么担心。因为在股指出现之前，股市中一直有一大堆的投机者，价值投资人更少。我在这里把价值投资人和基本面投资人分开来看，价值投资人其实是基本面投资人中间比较挑剔的一类人，这些人要求的安全边际比较高，但是这些人的思维方式是一样的。这些人，根据我的感觉，在市场上占的比例一直不大。以前哥伦比亚法学院有一位教授叫路易斯·鲁文斯坦（Louis Lowenstein），他做过一个比较系统的统计，估算到底市场中价值投资人有多少。当时他算出来大概在5%左右，这不是一个很科学的算法，但是我也没有看到其他人在这个方面做更多的工作。但是不管是5%也好，还是7%、4%或者10%，总之这个比例不太高。在股指投资出现之前，一直是这些人作为市场定价最中坚的力量，但是并没有发生大规模的失效，当然泡沫一直都在。除了2008—2009年的时候，确实到了一个很极端的情况，所以我总是觉得这个问题可能还要到很多年以后，才会成为股票市场一个比较大的问题。

但是这个问题在中国不存在，中国的问题是，今天的股指不足以比较公平地代表整体的经济状况，而且还没有一个替代的ETF。谁能够把一个替代的ETF发展出来，能够比较公平地代表经济的状况，这对普通大众投资人就是一个很大的贡献。这方面，监管层需要做很多的工作。

问：请从价值投资角度分享您关于健康、关于家庭和关于人生的思考。

这方面思考还挺多的，好像我也不是最佳的回答人。我离过一次婚，这个婚不是我愿意离的，这方面我不能算是人生赢家。但是我和前妻一直保持挺好的关系，现在她的钱也还是我管着。（听众笑）所以我不能说是这方面的专家，大家跟着我学就麻烦了。

我觉得投资是一个很长期的事情，短期的业绩其实一点用都没有。沃伦之所以让大家敬佩，是因为他真的是有将近60年的业绩。取得长期的业绩特

别重要，而你要取得长期的业绩，身体首先得好。沃伦和查理他们俩，一个89岁，一个96岁，还每天都工作，热情不减。所以我觉得第一个特别重要的事是长寿，想要长寿其实最主要的还是要干自己喜欢干的事。保持良好的生活习惯固然很重要，但更重要的是干自己喜欢干的事儿，而且要有颗平常心。你看沃伦和查理他们从来就不会焦虑，因为他们所有的做法都是多赢，所以也就没有压力。比如说，他们两个人50年前的工资就是一人10万美金。50年之后的现在还是一人10万美金。他要是去收取1%的管理费，现在5000亿的资产规模你们可以算算1% 是多少？他如果收取20%的业绩提成（Performance fee），那他的资产有多少？但是这样一来，他就必须每年都面对业绩的压力，一旦有人要撤资，他就有压力，而且如果他收了别人的管理费、表现费，他必须就要值这个收费，当然他就不会这么随心所欲了。现在他有1000多亿现金，但他不需要有压力，也没有压力。所以他把自己的生活安排好，他就住在奥马哈，你到那儿去，他有可能去见一下你，你要不去的话，他每天就干自己的事，吃同样的东西，“跳着踢踏舞去上班”，所以他才可以有一个很长的业绩。还有，他对人的所有关系都是做到双赢。我们认识这么多年，他是真心地对所有人好，真心地愿意帮助别人，他对任何人都没有任何恶意。不是说他没有判断，他也有不喜欢的人，但是他躲开就是了。他把自己的生活安排得非常平常、非常可持续，这一点也特别重要。所以说，有一个好家庭，有一个被爱环绕的环境，非常重要。

你和同事之间、朋友之间等等，与人为善非常重要，没有恶意非常重要。你无论做什么事，都要采取多赢的方式。你看我们从来也不收管理费，而且我们前6%的回报也都是免费的。所以如果你取得指数基金的回报，在我们管理的基金这里你一分钱都不用付，在这之上你赚得的钱，超过指数投资的部分，大家都希望你能赚得更多。这点我们也是从巴菲特那里学来的，这就叫巴菲特公式（Buffett formula），是他早期的收费结构。这让我们生活得很平常，我可以到这里来和大家分享，我也没什么压力，这个也很重要。我们同事之间大家互相都很友爱，我们都非常的公开，没有任何敌意，我们跟所有人的关系都是共赢关系。

我们从来不去强迫自己。你真懂的东西才做，不懂的东西绝对不做，所以做的时候一定会很坦然，市场的上上下下一定不会影响你的情绪。只有在这种情况下，你才会拥有一个比较长的业绩。所以平常心就特别的重要，你把你的生活、你和其他人的关系变成共赢，变成以爱为根基，就变得特别重要。常常地去奉献也很重要，常常去帮助别人，确实是会让每个人心情非常的好，生活也很幸福。沃伦对幸福的定义是：我想要爱我的人是真心爱着我（People who I want to love me actually love me）。这就是他的定义，我觉得他这个定义很不错。用这种方法来组织生活，会让你在很长的时间里和别人都是一个共赢的关系，而且你会在没有压力的情况下，

看着自己的知识和能力不断地累进增长，然后看着这些知识又能够让你管理的资金慢慢地累进增长，让那些委托你的投资人能够有更多的财富来帮助别人。我们只给大学捐赠基金和慈善基金，还有那些用于慈善的家族的钱提供管理服务，基本上不是为了“让富人变得更富”去管钱——我们选客户很挑剔。这样我就觉得我们是在为社会做贡献。你如果用这种方式去组织人生的话，你会做得很坦然，也不着急，会在自己的步调上慢慢地去生活。

很多投资人跟我说，我们也想按照你的方式去投资，可是问题是我的投资人不干，他老是想下一个小时咱们挣多少钱呀，上一个小时已经都赚了或者亏了。我觉得这样的人就不该是你的投资人。他说如果这些人不是我的投资人，我就没有投资人了，我怎么能够去找到像你的投资人那样的呀？我开始的时候也没有投资人，就是我自己借的那点儿钱，我那个时候净资产还是负数。芒格有一句话，他说你怎么去找到好的太太呢？第一步你得让自己配得上你的太太，因为好的太太肯定不是个傻子。所以说投资人也是一样的。我们基金开始的时候，很多年就一直是我自己的钱，再加上几个客串的朋友，比较相信你，但是也无所谓，然后慢慢地你做的时间长了、业绩好了，那些合适的人自然会来找你，你在他们中间再挑选更合适你的人。你这样慢慢地去做起来，不需要很快，也不需要跟别人比。所以最重要的就是平常心，你要相信复利的力量，相信慢慢地去进步的力量。复利的力量就是慢慢的，7%的增长，在200年里增长了75万倍，这个是不低的，对吧？这就是复利的力量啊。

我们40年前改革开放刚开始的时候，谁能想到中国会变成今天这个样子，在这个过程中其实它平均就是9%的增长，好像听起来也不太高，可是短短的40年——在座还是有些人在40年前已经出生了对吧？（听众笑）我们完全可以用“天翻地覆”来形容这40年来中国的变化！所以一定要相信复利的力量。不要着急，也没必要跟别人斗，没必要跟别人比。相互合适的人慢慢都会找到彼此。找不到的时候也不用急。如果有耐心，有这颗平常心，慢慢地去做，也会做得反而更好。为什么要跟打高尔夫类比呢，打高尔夫就是心绪一急，球马上就打坏掉了，情绪一变化，结果马上就变。如果有颗平常心，你就会越做越好。

节制生活，锻炼身体，用双赢、用黄金法则（The Golden Rule）来组织自己的生活，不要强迫自己，去做自己喜欢做的事情。这些听起来都是常识，但是你在年轻的时候这些常识不太容易真正做到。因为大家着急，特别是年轻的时候。为什么着急？因为老是跟别人比，过去的同学谁谁谁还不如我呢，现在怎么样怎么样了。这是他的生活，跟你有什么关系呢？每个人都得活自己的一辈子，而且这一辈子其实很短，年轻时候觉得日子很慢，到了我这岁数，这日子就飞快啊，一年转眼就过去了。所以这辈子你

必须得活自己的生活，你只有活自己的生活，你才能活出幸福来。而且只有过自己的生活，你才能真正地进步。不怕慢，“慢就是快”，这是段永平先生最喜欢讲的，我觉得他讲得很对。

# 价值投资的常识与方法

## ——2006年在哥伦比亚大学商学院的讲座[1]

能再次回到这个课堂感觉棒极了，当年布鲁斯教授的这门课很大程度上塑造了我的职业生涯。大约15年前，那时候我其实还不是商学院的学生，一次很偶然的机会，我参加了一个讲座。这个讲座也是布鲁斯这门课的一部分，讲座的主讲人是沃伦·巴菲特（Warren Buffett）先生，当时我觉得巴菲特（Buffett）这个名字很有意思，让我联想到自助餐（buffet）。听沃伦讲到一半时，我忽觉醍醐灌顶，意识到也许自己能在投资领域里做点事。其实我当时的状态非常绝望，刚从中国到异乡，举目无亲，毫无社会根基，没有什么钱，还背了一身债。说实话，我对自己该如何在美国生存下去都忧心忡忡。再者我也不是在资本主义文化中长大，所以沃伦讲到的那些投资理念和我当时所理解的股市相去甚远。思来想去，我越发觉得自己也许能在投资这一行有点作为。

我猜想在座各位既然来上这门课（我知道要选上这门课是很难的，至少我上学的时候是这样），应该多多少少是出于一种"自我选择"的机制，也就是说你们认为自己是价值投资者或是倾向于价值投资者。（我们做个简单的现场调查）在座各位中有多少人真正认为自己是价值投资者或者倾向于价值投资者？又有多少人确信自己以后会从事资产管理的工作？好，这两者的数量大致相当，想要做资产管理的人和认为自己倾向于价值投资的人大致一样多。那谁能告诉我，真正将价值投资者和其他人区分开的那一两个特性是什么？大家可以踊跃发言。

同学：价值投资者靠证券背后的生意来赚钱，而不是估值倍数的提升。

换句话说，你把自己看成是一个生意的所有人，你的财富增减和生意的业绩好坏同步。其他同学呢？

同学：安全边际。

对，你需要安全边际。

同学：长期视角。

对。我们大体总结了价值投资的三个基本点，这也是格雷厄姆在教学中总结的。第一，你不认为自己是在买卖一张纸（股票），而是真正持有其背后的生意；第二，你在投资时需要很大的安全边际；第三，理解格雷厄姆书中的"市场先生"（Mr. Market）。其实这三点都源自一个理念：假设自

己是持有生意的一部分，而不是一张纸（股票）；正因为你只持有生意的一小部分，不能完全掌控，所以出于自我保护，就需要很大的安全边际；正因为是生意的持有人，你就不会一天到晚想着交易，这就把你和市场中大部分参与者区别开来了。那么问题来了，假如我们真的认为自己拥有的是某个生意的一部分，为什么还需要股票市场？股票市场不是为我们这样的人设立的，对不对？股票市场的设立就是为了让大家尽量减小摩擦，可以随意进出，对不对？谁能谈谈对这个问题的看法？谁能告诉我，大概有多少资产是由价值投资者管理的，有谁愿意猜测一下吗？目前没有真正关于这方面的研究出现，但确实有一些尝试性的研究，据（商学院）隔壁法学院的路易斯·鲁文斯坦（Louis Lowenstein）教授估计，仅有5%不到的资产是被价值投资者持有的。这个结论与我们刚刚所说的是一致的，你们（价值投资者）确实不是大多数，而是极其稀缺的少数派，股市就不是为你们而设立的，它是为其他那些95%的人设立的；这正是你们的机会，也是你们的挑战。所以在进入资产管理行业前，把这些道理想透彻是极为重要的。这也是我在巴菲特的讲座中最先学到的，听讲的时候这些问题就萦绕在我脑海里，关于这些问题的思考让我找到了自己的位置，看清楚自己是什么样的人。对在座的绝大多数人来说（尤其是那些要进入资产管理行业的同学，我相信在座大部分同学都怀着这个想法），最大的挑战就是搞清楚自己到底是那5%的少数，还是95%的大多数。你可能以为，来上这门课，受到一些训练，就能成为5%，而一个人能发生改变的程度之大，往往令人惊叹。我在职业生涯初期也走过弯路，我一直自己管理基金，其中有段时间（布鲁斯刚才也提到了），朱利安·罗伯逊（Julian Robertson，老虎基金创始人）邀请我跟他共享办公室，还找来很多他投钱的基金管理人一起办公，交流投资想法，这段经历让我有机会更好地了解95%的人是怎么运作的。有意思的是，为什么95%的人不去做你们试图做的事情，更何况已经有了像巴菲特、芒格这样极其成功的先例，为什么？谁能解释一下？

同学：因为投资很难不受到感情的影响。

确实如此。不过历史已经给出了有力的证据，证明价值投资者在长期内能获得更大的收益，价值投资才是真正的金矿——为什么那些难以摆脱感情影响的投资人不去努力做出改变呢？还有其他原因吗？

同学：因为他们追求短期收益？

对，我们已经很接近事实了。我认为，诚实地来说，是因为资金就汇集在那里（短期交易的市场上），因为市场就是为这些热衷于交易的人设立的，自然地，这些人也只关注短期。只要你有金融需求，资产就会找到你。所以，即使统计结果显示5% 的价值投资者持续性拥有高得多的回报率，95% 左右的资金依旧会流向那些大多数。因为人类的本性会将大部分

投资者诱导到（短期投资的）市场上。

所以我想强调的第一个也是最重要的观点就是，要想清楚你自己到底是什么样的人，因为在职业生涯中你会不断经受考验，所以不如尽早直面这个问题，搞清自己到底是不是价值投资者。好，现在我们假设你的个性适合成为一个价值投资者，这说明某种程度上，你属于人类进化过程中发生基因突变的那一小群。这一小群人有哪些特点呢？第一，你并不介意作为少数派，反而感到非常自在——这可不是人的本性，人类在进化过程中大部分时间是依靠群体才得以生存的，在几万年的进化过程中一直如此，所以群体性是根植在你的基因中的。但也有一小部分人拥有不同的基因（很可能是发生了基因突变），而他们也生存下来了。所以我认为（价值投资者的）首要特点就是乐于身为少数派，这是一种天生的感觉，对于事情的判断不受别人赞成或反对意见的影响，而纯粹基于你的逻辑和证据。其实这是常识。但正如一句话所说，“常识是最稀缺的商品”，大部分人不会这样思考问题。

第二，你愿意投入大量时间和精力去成为一个学术型的研究人员，而不是所谓的专业投资者。价值投资者要把自己培养成一个学术型的研究人员、侦探，甚至记者，要有探究万物运行原理的永不满足的好奇心。因为你认知越深，越有可能成为更好的投资者。所以你必须葆有对任何事物的兴趣和好奇心，这其中包括各行各业的生意、政治、科学、技术、人性、历史、诗歌、文学……基本上任何事物都可能影响到投资。当然，我不想吓坏你们（笑），你们不一定非要什么都去学，但我的意思是这种求知若渴的态度会让你受益匪浅。当你的学习积累到一定程度，也许会偶然地获得灵光一现的洞见——这种洞见就是知识赐予你的良机，而其他人根本无缘获得。其他那些人错失良机也可能是因为心理因素、思维的局限或是机构投资者的制度限制等等，而这些就是你的机会。当机会在我面前的时候，我会查验我的问题列表：价格是否便宜？这是不是一桩好生意？管理层是不是值得信任，这种信任是因为（相信）管理层是好人，还是基于充足的外部验证工作？我还遗漏了什么？为什么这个机会被我发现？假如完成这些检验后依旧觉得可以，那最后一步就是跨过心理的屏障，开始行动。

下面我们来聊几个投资的实例。虽然我不会谈现在的持仓，但可以谈谈过去持有的公司。我的公司创立于1997年的下半年，紧接着就遭遇了几个重大动荡，例如亚洲金融危机和科技股泡沫破灭等等。经历这段波折之后，我对机遇的嗅觉变得更为敏锐。1998年的秋天，我关注了一家公司。至于为什么我会发现这家公司，其实很简单，因为我一直对各行各业的公司都很感兴趣。当年我还在这里念书的时候，就痴迷于阅读《价值线》（*Value Line*），我对几乎所有事的来龙去脉都想追究。如果你想拥有百科全书式的知识和数据库，事实上如果你想成为价值投资者，这是必须

的，我推荐你一页一页地阅读《价值线》，这是最好的商业训练，对你理解投资有巨大的帮助。我看《价值线》的时候，通常会先去看“历史新低名单”——股价新低、P/E新低、P/B新低等等，这比“历史新高”要更吸引我。

大家可以看一下手中资料（图12），要注意的是上面显示的46美元的股价是印刷错误，1998年8月到9月的时候，股价应该在28-30美元左右。大家看这个资料，你最先注意到的是什么？有人可以给出一个快速的总结吗？

# TIMBERLAND CO NYSE-TBL

RECENT PRICE 46 | P/E RATIO 9.0 (Trailing: 9.7 / Median: 16.0) | RELATIVE P/E RATIO 0.54 | DIV'D YLD Nil | VALUE LINE

TIMELINESS 3 Lowered 12/15/95
SAFETY 3 Raised 2/20/98
TECHNICAL 3 Lowered 9/18/98
BETA 1.20 (1.00 = Market)

| High | 23.1 | 16.0 | 15.5 | 12.5 | 10.5 | 20.0 | 86.4 | 61.0 | 36.0 | 40.1 | 82.0 | 87.8 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Low | 9.8 | 10.8 | 8.8 | 5.0 | 5.6 | 8.8 | 18.9 | 19.9 | 17.5 | 16.5 | 36.6 | 28.1 |

LEGENDS
—— 11.0 x "Cash Flow" p sh
.... Relative Price Strength
Options: No
Shaded area indicates recession

Target Price Range 2001 | 2002 | 2003

| 2001-03 PROJECTIONS | Price | Gain | Ann'l Total Return |
|---|---|---|---|
| High | 160 | (+250%) | 37% |
| Low | 110 | (+140%) | 24% |

**Insider Decisions**

| | D | J | F | M | A | M | J | J | A |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| to Buy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Options | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| to Sell | 1 | 0 | 2 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |

**Institutional Decisions**

| | 4Q1997 | 1Q1998 | 2Q1998 |
|---|---|---|---|
| to Buy | 35 | 46 | 37 |
| to Sell | 21 | 24 | 39 |
| Hld's(000) | 4067 | 4631 | 5621 |

Percent shares traded 18.0 / 12.0 / 6.0

% TOT. RETURN 10/98

| | THIS STOCK | VL ARITH. INDEX |
|---|---|---|
| 1 yr. | -44.5 | -0.1 |
| 3 yr. | 127.8 | 57.3 |
| 5 yr. | -49.1 | 89.9 |

The Timberland Company went public in June, 1987 when it offered 3,685,600 Class A shares at $14 each. The offering included 350,000 shares offered by Sidney W. Swartz. The funds were used to repay debt and buy back stock from existing shareholders. Merrill Lynch Capital Markets was the lead underwriter.

| 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | © VALUE LINE PUB., INC. | 01-03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 12.51 | 14.66 | 18.39 | 21.00 | 27.01 | 38.55 | 58.18 | 59.20 | 61.80 | 70.15 | 74.25 | 82.15 | Sales per sh | 110.85 |
| 1.07 | 1.04 | 1.29 | 1.41 | 1.93 | 3.02 | 3.02 | .73 | 3.74 | 5.96 | 6.90 | 7.90 | "Cash Flow" per sh | 11.20 |
| .76 | .60 | .73 | .75 | 1.18 | 2.01 | 1.56 | d.99 | 1.81 | 4.03 | 5.05 | 5.75 | Earnings per sh A | 9.00 |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | Nil | Nil | Div'ds Decl'd per sh | Nil |
| .61 | .85 | .88 | .70 | 1.09 | 1.99 | 2.87 | 1.22 | 1.35 | 2.26 | 1.75 | 2.15 | Cap'l Spending per sh | 2.15 |
| 6.53 | 7.03 | 8.02 | 8.71 | 9.70 | 11.81 | 13.65 | 12.87 | 14.81 | 18.93 | 22.90 | 30.00 | Book Value per sh B | 54.35 |
| 10.60 | 10.65 | 10.67 | 10.73 | 10.79 | 10.87 | 10.90 | 11.05 | 11.17 | 11.35 | 11.50 | 11.50 | Common Shs Outst'g C | 11.50 |
| 17.0 | 17.9 | 12.2 | 11.3 | 12.8 | 22.2 | 24.2 | NMF | 13.2 | 14.9 | Bold figures are Value Line estimates | | Avg Ann'l P/E Ratio | 13.0 |
| 1.41 | 1.35 | .91 | .72 | .78 | 1.31 | 1.59 | NMF | .83 | .90 | | | Relative P/E Ratio | 1.05 |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | | | Avg Ann'l Div'd Yield | Nil |
| 132.6 | 156.1 | 196.3 | 226.1 | 291.4 | 418.9 | 637.5 | 655.1 | 690.0 | 796.5 | 855 | 945 | Sales ($mill) | 1275 |
| 13.2% | 11.7% | 11.5% | 10.9% | 11.6% | 12.1% | 9.7% | 4.6% | 10.5% | 13.1% | 13.7% | 13.7% | Operating Margin | 14.5% |
| 3.3 | 4.7 | 5.9 | 7.0 | 8.0 | 10.3 | 15.3 | 19.1 | 21.4 | 20.3 | 19.5 | 21.0 | Depreciation ($mill) | 24.0 |
| 8.1 | 6.4 | 7.8 | 8.1 | 12.9 | 22.5 | 17.7 | d11.1 | 20.4 | 47.3 | 60.0 | 70.0 | Net Profit ($mill) | 105 |
| 33.0% | 30.0% | 28.0% | 31.0% | 32.0% | 34.0% | 37.0% | -- | 34.0% | 30.0% | 32.0% | 32.5% | Income Tax Rate | 33.0% |
| 6.1% | 4.1% | 4.0% | 3.6% | 4.4% | 5.4% | 2.8% | NMF | 3.0% | 5.9% | 7.0% | 7.4% | Net Profit Margin | 8.2% |
| 48.2 | 64.1 | 88.2 | 92.6 | 94.5 | 155.7 | 288.6 | 288.1 | 298.6 | 242.9 | 300 | 365 | Working Cap'l ($mill) | 540 |
| 14.6 | 48.7 | 48.9 | 44.2 | 41.5 | 90.8 | 208.8 | 199.5 | 171.7 | 100.0 | 100 | 100 | Long-Term Debt ($mill) | Nil |
| 69.2 | 74.9 | 85.7 | 93.4 | 104.6 | 128.4 | 149.1 | 142.2 | 165.4 | 214.9 | 275 | 345 | Shr. Equity ($mill) | 625 |
| 10.5% | 7.3% | 7.9% | 7.9% | 10.7% | 11.7% | 6.9% | NMF | 8.2% | 16.9% | 17.0% | 16.5% | Return on Total Cap'l | 17.0% |
| 11.7% | 8.5% | 9.2% | 6.7% | 12.3% | 17.5% | 11.0% | NMF | 12.3% | 22.0% | 22.0% | 20.5% | Return on Shr. Equity | 17.0% |
| 11.7% | 8.5% | 9.2% | 8.7% | 12.3% | 17.5% | 11.9% | NMF | 12.3% | 22.0% | 22.0% | 20.5% | Retained to Com Eq | 17.0% |
| -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | Nil | Nil | All Div'ds to Net Prof | Nil |

**CAPITAL STRUCTURE as of 9/25/98**
Total Debt $100.0 mill. Due in 5 Yrs. $100.0 mill.
LT Debt $100.0 mill. LT Interest $8.0 mill.
(LT interest earned: 10.1x; total interest coverage: 10.1x)
(28% of Cap'l)

Leases, Uncapitalized Annual rentals $16.2 mill.
Pension Liability None

Pfd Stock None

Common Stock 11,497,327 shs.
Includes 9.16 mill. Class A shares (one vote per share), and 2.34 mill. Class B shares (10 votes per share) (72% of Cap'l)
MARKET CAP: $525 million (Small Cap)

| CURRENT POSITION ($MILL.) | 1996 | 1997 | 9/25/98 |
|---|---|---|---|
| Cash Assets | 93.3 | 96.8 | 19.3 |
| Receivables | 100.6 | 75.8 | 177.3 |
| Inventory (Avg Cst) | 159.1 | 142.6 | 189.5 |
| Other | 18.5 | 24.8 | 24.5 |
| Current Assets | 371.5 | 342.0 | 410.6 |
| Accts Payable | 21.3 | 20.4 | 30.1 |
| Debt Due | 17.8 | -- | -- |
| Other | 62.8 | 78.7 | 94.6 |
| Current Liab. | 101.9 | 99.1 | 124.7 |

| ANNUAL RATES of change (per sh) | Past 10 Yrs. | Past 5 Yrs. | Est'd '95-'97 to '01-'03 |
|---|---|---|---|
| Sales | 20.0% | 23.5% | 9.5% |
| "Cash Flow" | 14.0% | 17.5% | 21.5% |
| Earnings | 6.5% | 13.0% | NMF |
| Dividends | -- | -- | Nil |
| Book Value | 10.0% | 12.0% | 23.0% |

| Cal-endar | QUARTERLY SALES ($ mill.) Mar.31 | Jun.30 | Sep.30 | Dec.31 | Full Year |
|---|---|---|---|---|---|
| 1995 | 141.6 | 125.1 | 212.6 | 175.8 | 655.1 |
| 1996 | 127.7 | 113.6 | 227.6 | 221.1 | 690.0 |
| 1997 | 150.7 | 132.2 | 274.7 | 238.9 | 796.5 |
| 1998 | 163.1 | 144.7 | 291.9 | 255.3 | 855 |
| 1999 | 180 | 160 | 325 | 280 | 945 |

| Cal-endar | EARNINGS PER SHARE A D Mar.31 | Jun.30 | Sep.30 | Dec.31 | Full Year |
|---|---|---|---|---|---|
| 1995 | d.33 | d1.12 | .37 | .07 | d.99 |
| 1996 | d.09 | d.61 | 1.51 | .99 | 1.81 |
| 1997 | .37 | .05 | 2.11 | 1.48 | 4.03 |
| 1998 | .62 | .16 | 2.47 | 1.80 | 5.05 |
| 1999 | .70 | .25 | 2.85 | 1.95 | 5.75 |

| Cal-endar | QUARTERLY DIVIDENDS PAID Mar.31 | Jun.30 | Sep.30 | Dec.31 | Full Year |
|---|---|---|---|---|---|
| 1994 | NO CASH DIVIDENDS BEING PAID | | | | |
| 1995 | | | | | |
| 1996 | | | | | |
| 1997 | | | | | |
| 1998 | | | | | |

BUSINESS: The Timberland Co. manufactures and markets men's and women's rugged footwear and apparel. Footwear and apparel sales were 75% and 25% of 1997 sales total, respectively. Int'l sales, 27%. Produces approx. 26% of its footwear in its Caribbean Basin fac. All apparel is sourced from indep. manuf. located abroad. 1997 depr. rate, 17.4%. Has about 5,100 empl., 700 shhldrs. Sidney Swartz owns 98% of Class B shares. The Sidney W. Swartz 1982 Family Trust owns about 35% of Class A shares; FMR Corp., 9.6%; Putnam Inv., Inc., 7.3%; State St. Res. & Mngmnt. Co., 7.2% (4/98 Proxy). Chrmn.: Sidney Swartz. Pres. & C.E.O.: Jeffrey Swartz. Inc.: DE. Addr.: 200 Domain Drive, Stratham, NH 03885. Tel.: 603-772-9500. Internet: www.timberland.com.

**The sluggish U.S. footwear market is finally beginning to hurt Timberland's results,** following months of battering the athletic-shoe manufacturers. The company's performance-footwear line, just recently the primary driver of top-line growth, is now falling short of expectations. Overcapacity in the industry is leading to increased price competition, and Timberland has fallen behind in new product launches. The company plans to introduce two completely new performance lines each year (rather than just a revision of the previous season's model), in order to spark a rebound in this category. For now, though, we have reduced our sales projections to reflect the weakness in this segment. As a result, we are lowering our 1998 and 1999 share-net estimates by $0.15 and $0.50, respectively, to $5.05 and $5.75. Investors should note, though, that these targets still represent substantial year-over-year increases.

**Timberland's 3- to 5-year outlook remains favorable.** The company's classic yellow boot is continuing to perform well, with demand outstripping supply in the September period. Timberland is also strengthening its presence in the children's footwear market, and its international sales are increasing at a rapid pace. We believe that the company will continue to garner market share both abroad and in the kids-shoe segment through increased marketing and new product introductions. Finally, Timberland has recently implemented a "tier pricing" strategy across some of its product lines. The object of this move is to garner market share in a flat-growth category by launching adaptations of a product line at different price points, thus, appealing to a broader consumer base. This strategy has already begun to benefit the men's segment, and it should help fuel sales increases in additional categories in the new millennium.

**Long-term investors may find these neutrally ranked shares appealing.** Despite a recent uptick of the stock's price, it is still down over 45% from its May high, due to the general weakness of the overall market and the U.S. footwear industry. At its current quotation, though, the issue's 3- to 5-year appreciation potential is well above *Value Line's* median.

*Jonathan B. Chappell November 20, 1998*

(A) Earnings based on average shares outstanding (diluted). Excludes a nonrecurring charge of 72¢ a share and a one-time gain of 67¢ a share in 1995. Next earnings report due early February. (B) Includes intangibles. In '97: $20.9 mill., $1.84 a share. (C) In millions. (D) Quarterly earnings may not sum to annual total due to changes in shares outstanding.

| | |
|---|---|
| Company's Financial Strength | B+ |
| Stock's Price Stability | 10 |
| Price Growth Persistence | 60 |
| Earnings Predictability | 5 |

图12 添柏岚《价值线》资料

作为价值投资者，你不应该关心公司过去的交易情况。我来告诉你们我会首先看什么。首先看估值，假如估值不合适，我就不会再继续，那么比较合适的估值意味着什么呢？

同学：P/B比较低。

那账面资产是什么呢，每次看破净股的时候你都需要问资产包里到底是什么，这些资产到底值多少钱？这很简单，只需要快速估算一下。运营资本是3亿左右，注意这是前三季度的业绩，根据常识不难想到零售行业通常第四季度是旺季，你回去看上一年四季度的情况就可以估算今年四季度的数据，估算出公司在四季度末会累积不少现金。公司3亿的账面资产，2.75亿的运营资本，其他的科目大致相抵，账上有1亿现金，1亿固定资产，再通过后续研究你会发现固定资产其实是一栋大楼，所以你3亿买下这家公司，得到了2亿的流动资产，其中1亿是地产，这是很不错的保护了，下行空间有限。

利润表和现金流量表呢？其中必须要重视的是息税前的利润，你需要还原没有债务杠杆条件下它的资本回报，这能让你看到这个生意的本质，它真正的营利能力是多少。大家快速地告诉我，息税前利润是多少？假如你是熟手，不用一秒钟就能看出来，公司的运营利润率大概是13%，8-8.5亿的收入，1-1.1亿息税前利润；那投入的资本呢？2亿流动资产，其中1亿固定资产，2亿的投入资本，1亿的利润，50%的资本回报率（ROCE）。所以这是桩不赖的生意。

其实不用多看其他的内容，你只需要5秒钟，就可以看出股票交易的市值在净资产附近，账面资产是干净的、保守的、有流动性的。1亿的运营资本加上1亿的固定资产，投入资本占市值的三分之二，2亿的运营资本产生了约1亿的息税前利润。所以这肯定是桩不赖的生意。

下一步你要考察的问题是，为什么会出现这样的情况？如果这是笔好生意，为什么人们不愿意去持有？

而且这个品牌很多人都知道，添柏岚（Timberland）是不错的品牌，什么原因导致它当时估值这么低？可能是因为亚洲金融危机，导致这些有亚洲业务的品牌都发生了下滑的情况，添柏岚的竞争对手诸如耐克、锐步等等都是如此。这时候你要去问问其他人是怎么想的，并不是说你要听取他们的建议，但是要知道他们的看法。看看有没有卖方报告，但奇怪的是并没有。一家销售近10亿，品牌也不错的大公司为什么没有人去研究？有什么合理的解释吗？

同学：可能公司对资本市场没有诉求。

很好。你可以去看公司过去10到15年的历史，看它过去有没有从资本市场融资的需求。你能从这些公司历史中看出什么端倪？公司在成长吗？盈利能力近年来有大幅提高吗？我们发现这家公司的盈利能力一直很不错，所以它对资本市场基本没有需求。还有其他原因吗？股东结构如何？

同学：是家族控股企业。

你说的家族企业是什么意思？他们控有40%股权，98%的投票权——你要对繁复的财务数据进行快速搜集和整理，我再强调一遍，投资者必须像调查记者一样，迅疾地思考和探究这些问题。其实这些问题的答案并不难找。所以说你必须有非常活跃的思维和好奇的头脑，永不满足于局部的片面的答案，才能在这个行业里做出成就。家族控制了这么多股权和几乎所有投票权，其他股东没有投票权，没有券商覆盖，同时又有很多不同的股东诉讼案件，假如你是那普通的95%投资者会得出什么结论？

（听完几个回答之后）你们的怀疑精神还不够！有没有可能是管理层挪用公司资金或者伪造账目？因为他们完全控制公司，几乎不受任何限制。然后联想到那些股东的诉讼案件，必定是事出有因，他们肯定是对某些事有所不满。那我们下一步做什么？去下载所有的诉讼资料，逐字逐行仔细研究。这就是为什么我要强调好奇心的驱动力，假如你只是想着赚钱，你很难去坚持深究。你必须要去探究每一个细枝末节。假设你们和我当时一样看完了所有的资料，你不难发现几乎所有的股东诉讼都围绕一个问题：过去公司一直提供相关盈利指引，但是现在不给了，这惹恼了一些股东，而公司被诉讼所扰，决定不再跟华尔街打交道，也不给什么指引了，所有者认为我根本不需要其他人一分一毫，我们的生意本身就很好了。好，那么这个疑团就解开了。

接下来的问题是，他们的确没有做假账，但他们作为公司管理层表现如何？他们是不是正直的人？你怎么去了解他们的为人？

同学：打电话给他的邻居。

好主意，你怎么跟邻居说？

同学：告诉他们真实的目的，问问他们的邻居他们是不是为人正直。

要是他们说“你见鬼去吧”怎么办？你是不是就放弃了？我可以告诉你们，大部分人真的会说“你见鬼去吧”。但这是一次好的尝试。再次强调，你就应该像调查记者一样，我一直把投资者看成是调查记者。凡是创立公司的人一般都有强烈的个性，都有历史可供考证，都会留下一些蛛丝马迹告诉大家他们是什么样的人，他们做过什么，他们如何应对纷繁复杂的情况。

做这些调查工作并不难，而你必须密切关注这些细节。大部分投资者根本不认为这些是生意的一部分；但你是那5%（我希望你是，也许你压根不是），假如你真想成为这5%，你就该去做这些事：去这些人的社区、教会，拜访他们周围的人，把自己融入他们的家庭、朋友、邻居，光靠打电话是不够的，你要实地考察，甚至不惜花上几个星期的时间。这是非常值得的。尽可能地投入你的时间精力去找到他们，看看他们为社区邻里做了什么，朋友邻居怎么评价他们——这些能勾勒出一个人丰满的形象，而不仅仅是片面的性格评估；也去感受一下他们的家庭氛围，等等。我当时就做了这些事，发现这个老板只是高中毕业，没上过大学，是个简单的人，乐善好施，去教堂但不狂热。更有趣的是他有个儿子，上过商学院，年龄跟我相仿（当时30多岁），已经被内定要继任公司CEO，他和他父亲都是董事。同时我发现他也是另一家我朋友创建的公益组织（City Year）的董事，于是我就通过这位创始人朋友的关系也加入了这家组织的董事会，这段同在董事会的经历令我俩成为了好友。我也真切感受到他们父子俩是我认识的最值得尊敬的家庭之一，为人极其正直优秀，同时也是非常聪明的生意人。做完这些研究后，我发现股价仍在30美元上下徘徊。讲了这么多，大家觉得我还有什么遗漏吗？接下来你们会怎么做？

同学：买。

买多少，假设你有100元的话？

同学：40元。同学：200元。

你说什么？（笑）我很喜欢跟你们交流，因为你们还没有被过度影响。去了基金公司，你们会发现他们会用“基点”（Basis Point）来计算，他们会这么说，投资某某公司先来25个基点，好，不够就再多一点，来50个基点，这听起来是很大的投资啊，你看我们准备干50个基点，大手笔啊！这就是他们的风格。所以请一定要保持你们的纯真，你们现在的思维方式才是“常识”。想想看你们花了多少功夫才把这些细节拼凑起来，看清了事实的真相，这个机会是多么不容错失，几乎没有向下的风险，而且只有5倍的估值。接着我去了不同地区的很多家添柏岚店铺去搞清楚为什么这几年毛利率持续上升，结论是现在市中心贫民区的黑人孩子们把添柏岚当成了时尚，都想拥有一双添柏岚的鞋子和一条添柏岚的牛仔裤，那边的门店销售业绩很好，供不应求，店长都抱怨总是缺货。再看看国际业务这块，国际业务占到总比的27%，而鞋子的亚洲销售额在这27%中只占到10%，就算放弃这块业务，损失也很有限。所以我下重金买了很多添柏岚的股票。有人知道后面两年发生了什么吗？你们不是都能上网么，可以去查一下。千万不要人云亦云，别人说什么就听信了，你必须只做自己想做的事，你是对的不是因为别人同意你，而是因为你必须这么做，必须自己查证，这些事情用不了5分钟就能查证；如果不去查证，你就不是一个好的研究

员。如果你做不成一个好的研究员，就永远不可能成为一个好的投资人。这些都是我的肺腑之言。你们必须训练这些技能，培养一种非常有效的组织、消化信息的能力。好，我来告诉你们发生了什么，接下来两年这家公司涨了7倍，更重要的是它的上涨与盈利增长是匹配的，所以这期间你没有冒什么大的风险。你并没有高位买入那些价格已经被哄抬过高的科技股。而添柏岚这个公司从未超过15倍（P/E）。但假设你在5倍买的，估值翻了3倍，盈利每年30%的增长，就变成了7倍。再到后来，新的CEO对于如何经营公司开始发生观念的转变，开始接待投资者了。要知道当年第一次和分析师的见面会只有三个人：CEO、我，再加一个分析员，到了2000年那次来了五六十个人，会议室爆满，主要的券商也都开始关注这家公司。那时我知道是时候卖出了。

布鲁斯：你担心（添柏岚）1994-1996年的事情重演吗？

我确实担心。那段时间正是股东诉讼案件冒出来的时候。他们的确在产品（的市场营销方面）走错了一步。添柏岚公司的声誉主要源于鞋子“防水”的概念，他们是这个行业里第一个开始推广防水概念的，但他们在市场营销中犯了错误，混淆了防水和不防水的鞋子，误导市场，混淆产品的性能，也令公司本身受损。但即使在这种情况下，那几年的收入也依然在增长，只有一年是例外，下滑，但可以说大部分时候他们经营生意的方式还是很聪明的。

买得便宜是王道，买了之后就尽量长期持有，不要做傻事，因为好生意会自己照顾好自己，你的财富会随着生意的发展而增长。

同学：这个投资你花了多少时间？

实际上不超过几个星期，听起来没有想象中那么久，但当机会出现时你需要夜以继日地全身心投入。所以我很高兴今天我太太来了，我总算有机会向我太太解释那些消失的夜晚我干嘛去了（笑）。这样的机会不会经常出现，当它到来时，你必须抓紧它，尽你所能把事情做周全，而且要尽可能地快，这就是为什么你要坚持训练自己的专业素养。平常没机会的时候把钱放在银行，什么也不买，这都没问题，但当机会出现时，你必须跳起来扑上去集中研究——我就是这样做的。当你做完所有工作，会发现可能甚至不需要（几个星期）这么长时间，但这是经过短时间内集中、高强度的调查研究后，做出的投资决策。

同学：读《手册》（*Manual*）的动机是什么？

我喜欢读 《穆迪手册》（*Moody's Manual*）是因为它读起来很有乐趣。不是说去读就一定能找到机会，但我边读边学，我对各行各业的生意都很好

奇。读得多了你就能闻到机会的味道。怎么培养这种敏锐的嗅觉呢，我觉得只能通过大量阅读，每一页都不放过。《价值线》非常棒，它从多个资源收集数据资料，并涵盖多年，这是你们了解各种生意最简单的途径。

同学：你投资添柏岚的时候，用了多少比例？

具体比例还是保密，但是我确实买了不少。

下一个案例是比较近的，发生在一年到一年半之前，它来自我手上这本书。所有的券商都有基于各个国家的证券手册，标准普尔也有，当然对于美国公司我更喜欢用《价值线》，它提供了更实用的信息。当我一页一页翻看这本书的时候，有一页引起了我的注意，就是你们手中的复印资料（图13）。你们从中看到了什么？

同学：便宜。

你说的便宜是什么意思？

同学：每股收益。

假如你真的把自己看成企业的所有者，就不会用所谓的每股收益这种概念，你要时时刻刻训练自己不去用“每股”这个概念来思考问题，要想着你是企业所有者。市值是多少？（一段时间的沉默，要转换汇率）加油啊！这很简单，我以为你们都做了家庭作业，做了的举个手。只有一个人？那你们怎么能在这个行当里立足啊！约翰（此同学举手了），市值是多少？（此同学沉默，全场哄笑）这很简单啊。市值是多少？（有同学回答说8700万）8700万？12一股，550万股，是多少？（有同学掏出了计算器）不要用计算器！你要习惯用自己的大脑！你要是想看很多公司的信息，这一本书有几千页，你留给每页的时间不能超过5分钟，所以你只能靠自己的大脑来思考，迅速浏览完一遍后就能大致知道公司的财务情况。

# Hyundai Department Store H&S

## (005440)

www. e-hyundai. com

450, APGUJEONG 1-DONG, GANGNAM-GU, SEOUL
Tel : 02)3014-2233 Contact : 02)3014-2285

▶ **Major Indicators** (Company/Sector Average) (Unit : %)

| Sales Growth | ROE | Debt Ratio | Reserves Ratio |
|---|---|---|---|
| 0.9 / -2.6 | 14.6 / 10.5 | 34.4 / 109.3 | 857.1 / 270.9 |

| | |
|---|---|
| Established | Jun.15,1971 |
| Listed | Aug.22,1989 |
| President | Kim,Tae Seok |
| Employees | 413(05.6) |
| Reference Bank | KEB |

| Major Shareholders | (%) |
|---|---|
| Jung Monggeun | 13.2 |
| Hyundai Home Shopping | 10.0 |
| Jung Gyoseon | 9.9 |
| Foreign Holdings | 17.61% |

| Cost Breakdown | (%) |
|---|---|
| Raw Materials | - |
| Labors | - |
| Overhead | - |

| Sales Breakdown | (%) |
|---|---|
| Food | 42.8 |
| Household Appliances | 40.8 |
| Others | 9.2 |
| (export ratio : -) | |

## Present Status

Sales slightly increased and the operating result was stable. Increasing number of Korean tourists going abroad helped improve the result of travel business division. Operating income remains low under the low-margin business structure. But the stock investment holdings show strong performance, which leads to strong equity method gain and ordinary income. Hyundai Department Store and Hyundai Home Shopping both have higher market capitalization than the company. The financial structure is in a good shape based on rising asset values of lease real estates.

## Prospects

Low growth prospects for corporate business. But 60~70% of the corporate sales is generated within the Hyundai group, which guarantees steady profits based on fixed customers. Possible gains from the investment shares of the SOs. Strong results of Hyundai Department Store and Hyundai Home Shopping and rising asset value of lease real estate stand out. Expected to maintain excellent financial stability. Possesses ample cash equivalents without any borrowings. The value of assets including shares of Hyundai Department Stores and Hyundai Home Shopping is also good.

▶ **Per Share Data** (Unit : Won, Times, %)

| FYE | Dec. 02 | Dec. 03 | Dec. 04 | Jun. 05 |
|---|---|---|---|---|
| Price High | 53,200 | 18,400 | 19,200 | 46,500 |
| Price Low | 9,790 | 7,080 | 10,100 | 17,500 |
| Earnings Per Share | 4,030 | 4,528 | 4,466 | 7,004 |
| Sales Per Share | 82,308 | 63,407 | 65,739 | 60,879 |
| Book Value Per Share | 35,225 | 41,102 | 44,906 | 47,121 |
| PER(H/L) | 13.20/2.43 | 4.06/1.56 | 4.30/2.26 | 6.64/2.50 |
| PSR(H/L) | 0.65/0.12 | 0.29/0.11 | 0.29/0.15 | 0.76/0.29 |
| PBR(H/L) | 1.51/0.28 | 0.45/0.17 | 0.43/0.22 | 0.99/0.37 |

▶ Common : 5,637,931 Preferred : -



▶ **Beta and Volatility** (Company/Sector/Market)

| FYE | Jul. 2003~Jun. 2004 | Jul. 2004~Jun. 2005 |
|---|---|---|
| Beta(β) | 0.87/ 0.85 /1.00 | 0.45/ 0.81 /1.00 |
| Volatility(σ) | 47.1/ 35.4 /23.8 | 41.1/ 24.1 /17.8 |

▶ **Capital Changes** (Unit : 100Mn.Won, Won)

| Year | ~Dec. 03 | ~Dec. 04 | Jan. 05~ |
|---|---|---|---|
| Type | CB | CB | CB |
| Amount / Par value | 1.70 | 1.60 | 1.50 |

▶ **EVA** (Company/Average) (Unit : 100Mn.Won, %)

| FYE | Dec. 02 | Dec. 03 | Dec. 04 |
|---|---|---|---|
| NOPLAT | 940/33 | 81/15 | 93/29 |
| Invested Capital | 4,766/308 | 1,200/331 | 1,083/344 |
| ROIC | 19.7/10.7 | 6.8/4.6 | 8.6/8.5 |
| WACC | 10.3/7.3 | 10.4/6.8 | 6.5/8.4 |
| EVA | 448/10 | -43/-7 | 23/0 |

▶ **Major Financial Ratios** (Unit : %)

| FYE | Dec. 02 | Dec. 03 | Dec. 04 | Jun. 05 |
|---|---|---|---|---|
| Sales Growth | -3.3 | -80.4 | 4.4 | 0.9 |
| Net Profit Growth | -10.8 | -71.4 | -0.7 | 48.4 |
| ROE | 18.1 | 11.4 | 10.0 | 14.6 |
| Debt Ratio | 60.7 | 41.8 | 42.9 | 34.4 |
| Reserves Ratio | 611.5 | 730.0 | 808.0 | 857.1 |

▶ **Balance Sheet Summary** (Unit : 100Mn. Won)

| FYE | Dec. 03 | Dec. 04 | Jun. 05 |
|---|---|---|---|
| Current Assets | 1,440.3 | 1,603.2 | 1,154.6 |
| Fixed Assets | 1,809.1 | 1,995.9 | 2,417.1 |
| Total Assets | 3,249.4 | 3,599.1 | 3,571.7 |
| Current Liabilities | 788.3 | 895.7 | 669.9 |
| L/T Liabilities | 169.3 | 185.2 | 245.2 |
| Total Liabilities | 957.6 | 1,080.8 | 915.1 |
| Paid-in Capital | 278.8 | 280.4 | 281.9 |
| Capital Surplus | 1,716.7 | 1,718.9 | 1,659.3 |
| Retained Earnings | 242.5 | 463.8 | 662.6 |
| Shareholders' Equity | 2,291.8 | 2,518.3 | 2,656.7 |

▶ **Income Statement Summary** (Unit : 100Mn. Won)

| FYE | Dec. 03 | Dec. 04 | Jun. 05 |
|---|---|---|---|
| Sales | 3,395.7 | 3,544.9 | 1,638.7 |
| Gross Profit | 493.9 | 541.4 | 284.1 |
| Operating Income | 96.3 | 128.7 | 68.4 |
| Non-Operating Income | 221.5 | 197.3 | 194.0 |
| Non-Operating Expense | 5.6 | 6.3 | 16.6 |
| Ordinary Income | 312.2 | 319.7 | 245.9 |
| Extraordinary Income | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Income | 242.5 | 240.8 | 188.5 |
| Depreciation | 13.1 | 14.7 | 6.9 |
| Common Share Dividend(%) | 8.0 | 8.0 | - |

图13 现代百货公司资料

告诉我结果。6500万啊，差几百万没有大碍。去年的利润呢？（同学们长时间的沉默）给我税前的数据。加油啊，你们可是哥伦比亚大学商学院的学生，你们是精英啊！你们可是奔着15万美金底薪去的！（有同学报了个数）什么？给我税前利润？你往上看几行啊。净利润呢？税前3100万，市值6000万，两倍的估值。那运营资本呢？净资产呢？加油啊，（长时间的沉默）加油，你们这样可不行。布鲁斯，不知道你教了他们什么……

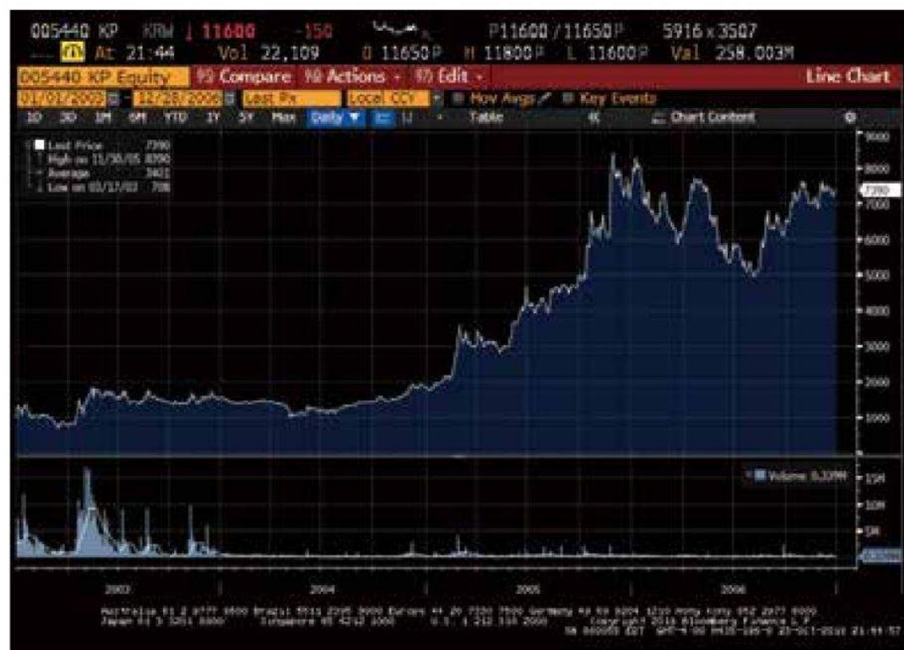
加油啊，是2.36亿啊，2.3亿净资产，6000万市值，2500万净利润，3100万税前利润。资产的具体组成是什么？（长时间的沉默）你们到底怎么做投资？这些都是基本功啊。作为一名分析员，如何快速计算这些数据？如果让你在5分钟之内告诉我这个公司的基本财务状况，你怎么做？（Chase同学回答了问题）就是这样，很简单啊。真正做生意的时候会用到什么？就是固定资产和运营资本，就这些。商誉（Good Will）不能算数。这些就是你运营生意的根基，你是企业的所有者，那么你拥有的就是这些，你应该扫一眼数据就能告诉我。要是做不到，那可能是布鲁斯没教好（笑），因为这是基本功。

现在我们有了这些基本数据，但它还没有给你全貌。市值6000万，3000万税前利润，7000万运营资本，1.8亿固定资产，一共2.4亿账面价值——这些数据能告诉你什么，接下来要做什么？（同学说去找出它便宜的原因）你怎么知道它便宜？我们觉得它可能便宜，但还不能下定论。接下来你必须搞清楚它的真实盈利情况，账上挂的资产到底是什么，运营资产实在不实在等等。我这里用的都是常识和最基本的逻辑，这些是你必须认真思考的。假如各位能这么思考和行动，证明你们还不错。这也就是为什么我要雇的分析员可能从来没上过商学院，没在公募基金、对冲基金就职过，有的甚至连会计课也没学过，但我发现训练他们更加容易。刚刚发生的情况也恰恰证明了我的这个想法。好，回到这家公司的财务数据，7000万流动资产，都可视为现金，6000万现金和1000万可交易证券。1.8亿固定资产，百分之百持有一家酒店挂账3000万，持有一家百货商店的13%也挂账3000万，恰巧这家百货商店也在这本书里，我看了一下发现其市值是6亿，那么13% 是8000万，也就意味着被低估了5000万。它还持有三家有线电视公司和一些其他物业。再看看这家百货公司，发现它的市值也接近现金和可交易证券的总和，2-3倍的P/E，持有很多不同种类的资产，他们还是第二大的有线电视运营商。接着我看到这个百货商店的运营模式跟酒店类似，跟我们这儿不一样，它没有存货，更像一个购物中心，他们靠从商场租客收入中抽成来营利。好，现在我们把整块拼图拼出来了，得出什么结论？你花6000万，换了7000万现金，没有任何债务，1亿股票，这有多少了，1.7亿，3000万的酒店已经10年没有重估了，而韩国地产在这段时间涨了很多。于是我去了韩国，考察了这家酒店，也造访了这家百货商店，它们看起来都很高档，位于中心位置。我找到周边的物业成交情况，

所有信息都显示他们的真实价值是账面的三四倍，这就会增加1.5亿的资产值。现在多少了？3.2亿，这就是我花6000万换来的，此外还有每年3000万的利润。我漏了什么吗？（同学说公司治理）非常好。

大家讲了这么多，还没有人提到本土投资者的想法。（当你考察了之后）会发现有很多事情与你的想法不一致，也有很多事情在验证你的想法。你需要理性地把每个问题都仔细考虑一遍。本土投资者担心的问题，你也不能忽略，因为作为一个外国投资者你可能不理解某些事情。假如你把这些都过一遍（当然我们现在没有时间从头开始），你会得到跟我一样的结论，就是会大量买入。股票之后的情况呢？我这里有两张从彭博（Bloomberg）导的图（图14），一张是这个百货商店，从22涨到了100，另一个从12涨到70，都涨了五六倍。

总之，我给出这些例子是想告诉你们，这种研究方法并不是（大多数）投资者的本能，很可能也不是你的本能，但是如果出于某种原因你得出了跟我一样的结论，而你的性格又恰好遇上罕见的基因突变，那价值投资很可能就是你在寻找的事业，我唯一可以补充的就是告诉你（价值投资）确实可以赚到很多钱。这一套方法已经被不断验证了，从格雷厄姆到巴菲特再到后来者。我从心底里对这门课和布鲁斯非常感恩，多年前进入商学院上了这门课彻底改变了我的人生。我对你们的忠告就是要脚踏实地地去做事。说实话我今天有些失望，你们做得太少了。我上这门课的短短时期内就赚到了十几万美金，也就是听了14到15个人的讲座。但是我确实做了很多具体的工作。我告诉你们，假如你全身心投入，可以赚很多钱，不要只是听听就算了，去真刀真枪地干。你们现在上这课要花多少钱，商学院学费多少钱？（7万美金）总共7万？你们至少要把这些钱赚回来吧，更何况你牺牲了两年工作时间，也要把这些钱赚回来啊。怎么赚？我刚才说的就是最好的方法。所以我最后想强调的一点就是，我回来讲课唯一的原因（抱歉我不会谈我现在的持仓，刚才说到的两只股票我都已经卖出了），是我念商学院的时候，那些来讲课的人都会谈他们当时的持仓，认真听讲之后我会切实研究并做出投资决定，我从中受益匪浅。不做是没用的。那是10-15年前了，我赚了几十万，其中一个公司我就赚了10多万，那时候学费还低一些，具体多少忘了，但肯定比7万低。教授讲的都是实际的案例啊（就是实实在在教你怎么赚钱）。这也是这门课的独特之处，这里没有不切实际的理论，谈的都是已经被证明可行的东西；如果老师没提到，你们就应该问，他们也应该不吝赐教。各位已经在很高的起点上了（能坐在布鲁斯的课堂里），前面有无数闪光的机会，要是你们没抓住这些机会和利用好已有的资源，我会为你们感到羞愧，你们必须去好好学习和实践。书中自有黄金屋，这几本小书、《价值线》等等，你们都要好好利用啊。你们还这么年轻，充满精力，不要有所畏惧。



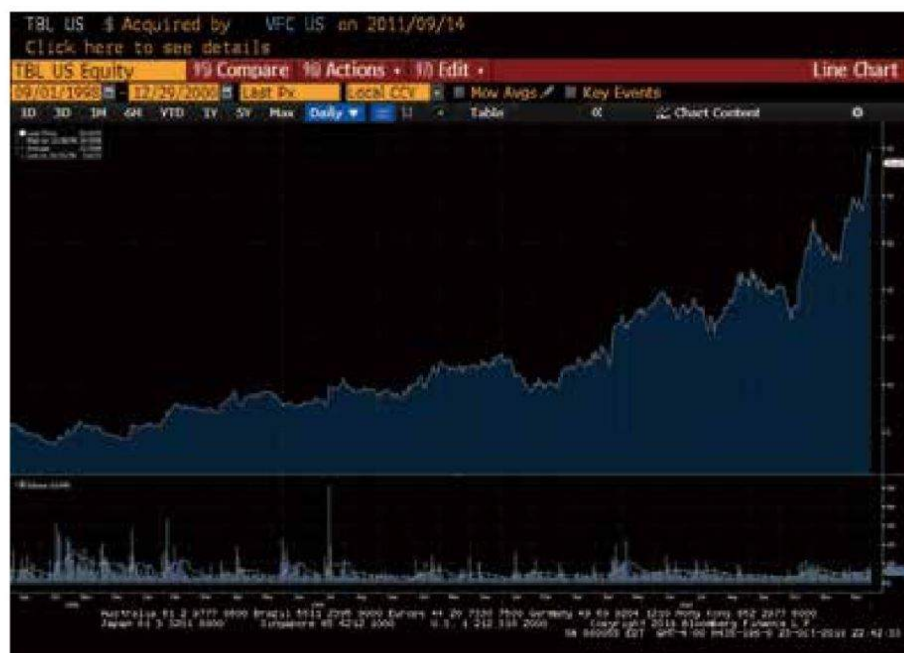




图14 现代百货公司股票示意图

注：上图为复权股价，为示意。具体股价与讲课当时查阅的股价有所不同。

布鲁斯：你愿意再接受提问吗？

当然。

同学：你做研究时首要看的是什么？

假如你是分析员，我一直告诉我的分析员，我从你这里需要得到两样东西（当然你必须成为一个好的分析员，要不然你不可能成为一个好的投资者），准确的信息和完整的信息。绝大部分投资者的重大失败都是因为这两点做得不够。为了得到准确和完整的信息，你就要付出更多的精力和时间。你做不到这两点，你就无法在这行立足。因为绝大多数时候，你是寂寞的，你的判断和大多数人相悖。如果对自己知道的东西不自信，对自己（基于研究）的判断和预测不自信，当你看中的公司的股价一落千丈时，你不会有魄力去重金买入。看起来你是都赔光了，其他那些所谓的“聪明人”都在笑话你，但你就要有自信，这种自信背后的支柱就是准确和完整的信息。

第二点非常重要的是，绝大部分收益、你们一生中赚的大部分钱不会来自我们刚刚讨论的这类公司，这些投资只会给你点面包，让基本业务得以开展，给一个中规中矩的回报率，它不会给你一骑绝尘的超高回报率。就算这两个公司都涨了五六倍，也算不上是超高的回报率。假如你是真正的价值投资者，基本上会师从这两个学派：特威迪·布朗（Tweedy Browne）、本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）是一派；另一派就是巴菲特和芒格。后者也是我更感兴趣的，你要是想走（巴菲特和芒格的）这条路，你的回报率会源自于几个洞见，而且数量绝不会多，两只手就能数得过来。你穷尽毕生努力50年，可能也就得到那么几个真正有分量的洞见。但你获得的这些洞见是独一无二的，其他人都没有的。这些洞见从何而来呢？只有一个途径：怀着无穷的好奇心、强烈的求知欲，去不断地学习、终生学习。你学习到的一切知识都是有用的。

布鲁斯：有同学问在你的研究过程中有什么特别的失误吗？

只要我违背价值投资三条原则的任意一条，就会犯错。当我获得的信息不够准确，或不够完整，我就会犯错；当我以为自己获得了洞见但其实压根就不是洞见的时候，就会犯错。我也犯过很多错误。基本上我不愿意沉浸在已经犯下的错误里，说实话可能我最大的错误就是看准了一家公司后没能买更多。另外一个错误就是事业初期走过的弯路。早年我刚成立公司后，业绩很出色，但却找不到客户投钱，每次交流，客户都无法理

解，“我们要的是每个月甚至每星期都赚钱！我们要的是熊市也赚钱！这才是我们雇你的原因，我们要你像银行一样安全但是提供更高收益。你不是叫对冲基金吗？”我也是没办法。所以有那么两年，所幸不算长，我也开始搞对冲交易，搬到了朱利安·罗伯逊的办公室，开始学这些顶尖对冲基金经理的伎俩，也找了人来负责卖空。但其实你知道这套操作是毫无意义的，我自己也是忙得昏天黑地，因为卖空就必须交易，你没法选择，因为你的盈利上限就是卖空金额，而损失没有下限。搞到后面我都要精神崩溃了，没法专注于那些源自洞见的机会。正如查理说的，好像困住双手来参加踢屁股比赛，确实就是这样。那段时间我其实有几个绝佳的机会，是几家我了解很深的、具有自己独特洞见的公司，而且这些公司的管理层我还认识，这些公司的市值低于净现金，之后的市值增长了50100倍，而我与机会失之交臂。因为那时我无法全身心投入。真知灼见和频繁交易是互不相容的。这是我最大的错误，并不是说我少赚了多少钱，而是我错过了机会。我当然也会犯错误，而且不时会犯错误。常见的错误是，当你还没有彻底做完功课的时候，实在抗拒不了对这个想法的激动之情，像添柏岚，我在28美元时就忍不住先买了一些，但其实研究还没做完，只感觉大概率自己是对的。当然彻底做完研究后我又极大增加了购入额。也有可能研究完成后发现看错了，这时可能已经掉了20-30%，也没什么大碍，接受自己的误判，继续寻找新的机会。只要留足安全边际，赢的概率肯定很大，时间足够长之后你的收益不会差的。这种损失不算什么。但如果在一个你富有洞见的领域，机会出现时却不去下重注，这就是巨大的错误，我不能原谅自己犯这样的错误。（布鲁斯问能说出这些公司名字吗？）不能（全场笑），因为我以后可能还有机会投资它们。我向你们保证，你穷极一生可能也只会得到5个或10个洞见，要通过很多年的学习才可能产生一个。有些我今天在学习研究的东西，其实我早在15年前就开始学习了。我当时研究的是美国公司，现在发现了亚洲类似的公司，估值很好，处在我愿意下重注的位置。但你要知道，我15年前就开始研究这个领域了，对这个领域的所有知识都了如指掌。你就需要建立这样的洞见，才能对自己的判断坚信无疑。假如你做不到，有可能是个性不合适，也可能是努力不够，所以你没有机会真正赚取巨额财富。你可以学习格雷厄姆和特威迪·布朗，拿到年化10到15的收益率，这样的业绩已经超越了绝大部分（95%）投资者，包括那些所谓的专业投资者在内，但你不可能取得像巴菲特那样绝世独立的业绩。穷极一生也可能找不到这样的机会，让你的财富增长一千倍甚至一万倍的机会，不用想也知道这样的机会千载难逢，别想着你能轻易获取。它要求你能综合大量的因素，芒格把这种灵感命名为Lollapalooza效应，意识层面的、潜意识的、心理的、政治的……凡此种种综合起来、融会贯通后，才会灵光一现，让你成为唯一的洞见者，唯一有底气下重注的人。用完整、准确的信息加上独一无二的洞见来投资，这是真正吸引我进入这个行业的原因，它让人兴奋，而且是无比兴奋。你必须无所不学。我开始念书的时候学物理、数学，进入哥大后学习经济、历史、法律、政

治等等，我对这些都很感兴趣。你们也需要这种热情。你们可能也需要一些生物学的知识和思维模式，我太太是一位生物学博士，我从她那儿学了很多生物学的知识，其中有一些也对我的投资起到了帮助，只是她可能不知道。你们必须无所不学，必须对一切事物充满好奇心，在这个长期的过程中，你偶然会遇到一个很大的机会，而这些大机会之间，你还会时不时抓到像添柏岚、现代百货公司（Hyundai Department Store H&S）这样的机会，获得不错的收益。

同学：你一年投资几个公司？

看情况了，这么统计可能没什么意义。有可能好几年都没碰到机会，也有那么几年机会层出不穷，这要看哪些公司在你的能力圈里而且估值也合适。但我能保证的是，机会不会均匀地出现，要保证每个季度或是每月有一个投资想法，这是不现实的，我的经历也不是这样。我15年前开始投资，那时还在哥大读书，五六年的时间内，我大概有三到四个比较大的投资想法，这些投资收益丰厚但是平均值没什么意义。之后我开始进步，投资学习这个过程是有积累效应的，你会发现自己的功力越来越炉火纯青，可能看一页《穆迪手册》只要几分钟，就能判断个大致。对机会的敏感度也是如此，所以越到后来也许能抓到的机会就越多；但也可能市场很不配合，一整年没出现机会，这都没关系。但我最不能接受的是虚度光阴，一年过去了什么也没学到，一个洞见（哪怕是自认为的洞见）也没产生，也没推翻过去错误的洞见。这是我不能接受的。所以你们一定要每一天不停歇地学习，把它当成一种思维上的纪律来执行。

同学：刚到美国时你怎么谋生？

我写了本书，赚了点钱，又有人出钱把书改编成剧本拍了电影。但我的净资产还是负的，因为我借了很多钱。好在我有一点现金。虽然资不抵债，但学生贷款不需要马上还，所以我很幸运可以有现金（用来投资）。

如何寻找投资的点子呢？其实我在读很多书的过程中都在寻找想法。我读名人传记，读物理，读我最喜欢的历史，都能带给我灵感，边阅读边寻找机会，如果有机会来了（例如刚刚提到的《穆迪手册》中有这么一家公司引起了我的注意），我就会全力以赴去研究。空余时间，主要是陪两个女儿，当然还有我太太。我的女儿一个三岁半一个一岁半，我也从她们身上学习，看看人的认知能力是怎么发展起来的。回到我投资时的思考历程：这桩生意便宜吗？是不是好生意？谁在运营？还有哪些是我遗漏的？当考察到最后一项时，你会发现心理学、人类认知领域的知识尤其重要。没有其他地方比孩子身上更能观察到人类发展认知的过程了。所以陪我两个女儿玩耍、观察她们的成长和认知发展对投资也有益处。所有知识都对投资有作用。

我想再强调一点。之前我提到，价值投资者和其他投资者不同的地方在于，把自己看成企业的所有人，注重长期，寻求安全边际，其实这三点都源自同一条：就是把自己看成企业的所有人。因为你是一个慎重的生意人，不能控制管理层，所以要保护自己，寻求很大的安全边际；既然是生意的持有人，自然会更注重长期表现，等等，其实都是一回事。有人会问我，你既然是生意的所有人，你干嘛还要买股票？股票市场就不是为生意持有人设立的，它是为了交易者设立的，吸引的就是交易者，这就是为什么那95%的人从来不会从这三点出发来思考和买卖。我们假设所有的投资者都是价值投资者（虽然由于人性的原因，现实中是不可能的），那还会有股市的存在吗？当然不会有了，谁会去买IPO？没有了一级市场（IPO）哪来二级市场？如果所有人都需要巨大的安全边际，谁还会卖给你？这也是我为什么开篇就讲这几个基本点，你们（假如是价值投资者）从本质上来说就不属于股票市场，你们必须时刻铭记这一点，找准自己的位置，不要被别人影响。再进一步假设，如果你真的天生是个生意人，那你迟早会被吸引，去成为成一个真正的生意人，运营一个企业。这也是为什么巴菲特离开了资产管理行当，芒格也离开了。他们搞了10多年的合伙人公司后，开始去收购企业，真正地运营企业。有这种思维的人也可能会去做私募。这其实是更实业的思维，是一种进化。拥有这种思维的价值投资者总能找到可获利的事情来做，即使市场不是为他们所设立，他们也总能找到赚钱的机会。原因在于，市场是为那95% 热爱交易的人设立的，这些人本质上就有弱点，他们总想着交易，一旦你热衷于交易，就必然会犯错。你的七情六欲私心杂念都会暴露出来，恐惧、贪婪这些本性也会导致你犯错。一旦他们犯错，市场波动，你们的机会就来了（当然前提是你们属于那5% 的价值投资者）。

同学：你怎么找到一个合适的卖出的时机？

这是一个非常有意思的问题，我自己在这个问题上也是逐步进化的。我曾经有一个原则，如果在某个价格我不打算买，我就可以卖。现在我觉得自己进化了一些，因为当我对某个领域、某家公司产生洞见的时候，我真觉得自己就是生意的所有人。即使有人说，你该卖了，价格已经很高了，而且这个价格确实我也不愿意再买了，但从长期（譬如10年）来看，我的洞见、对这家公司这个行业的深刻理解都告诉我，赢面还是很大，这个生意会越来越好，好生意就是会越来越好，这些生意的管理人拥有巨大的资本优势，在某些行业里，这是绝对的优势。所以这种时候我就有另一番考虑。首先，我要考虑卖了之后是否有机会再买回来；其次，还要交巨额的税金（资本利得税），这些应缴的税其实相当于你从政府那里拿的免息借款，只要不卖，这个免息杠杆就一直在，税率可能在30%，甚至高达40-50%，你可以用40-50%的免息资金增强你的投资，不会收到催款电话，也没有还款期限。假设企业善用手中的资本，他们回报可不止15%，

我发现很多卓越企业的回报率高达50%-100%（ROIC），到了这一步，算数就变得更有意思了，你会发现增长的速度高出你的想象。所以说自信非常重要，而且你要有信心自己的判断和预测会在很长一段时间内都正确。我再强调一次，你一生可能也就只会遇到几次这样的机会，你自信你能看准到10年之后，已经很出色了。那些在投行工作的人以为可以预测无止境的未来——你觉得这可能吗？根本就是天方夜谭！大家都知道，他们连明天都无法预知，怎么可能预知未来5年、10年呢？还要预知永远？他们做的都是毫无意义的。但是我保证，如果你天资还不错，个性也合适，再加上努力，用一生来学习，也许在未来50年的投资生涯中你能找到5-10个机会，在这些机会中，你有自己独特的洞见，能比别人更准确地预知之后十几二十年的情况。到了这时候，你根本不会想卖。有什么理由要卖呢？政府免息借你钱，也不会把钱要回去，企业的年资本回报率（ROIC）高达40-100%，这在税务上是非常有效率的配置，所以你不会去卖。

同学：那为什么你卖掉了添柏岚？

因为它没有这些特征，它不在卓越的企业之列。我现在的组合里有一些公司是在这个行列中的，但我不会谈这些公司。

布鲁斯：你能概括一下这类卓越的公司的共同特征吗？

这些企业的竞争优势（不管它是通过何种途径建立起自己的优势）会不断增强、增强、再增强。大家可以试着找一些例子，你们花了那么多钱来上商学院，必须要建立起自己的思维框架，至少养成一种习惯，怎么来思考这些问题。是什么原因让一家公司比其他同行优秀那么多？竞争优势在哪里？为什么它们赚的钱越来越多？其他公司赚的钱却越来越少或者会经历起伏？原因是什么？你们需要研究那些已经建立起优势的企业来培养自己的鉴别能力。（有同学提及菲利普·莫里斯）将菲利普·莫里斯（Philip Morris）跟其他牌子区分开的本质原因是什么？（同学回答说这个牌子建立很早）这是一个好的因素，但不是我最喜欢的因素。（有同学说可口可乐，它将品牌和快乐建立起一种联系，李录摇头；Ebay，李录说是个不错的例子；还有同学说到某卡车公司等等。）

布鲁斯：你同意这些吗？还是不同意？

他们基本上都在复述巴菲特的持仓，我不同意也不行。但我希望大家说一些巴菲特还没有买的，一些你认为可能有潜力的公司。我不希望你们只从已经名载史册的投资者的经典案例中挑例子，能不能给我一个公司的名字，是他们没有买，但也有这些特征的，不在伯克希尔的组合里的？（有同学又说Ebay，李录说不错。另一同学提到通信塔，李录接着问为什么所有做无线通信塔的公司都倒闭了？）我在念书的时候买过的三只股票其中

就有美国电塔（American Tower）。（同学们提了很多其他公司）怎么没有人提到大家每天研究中都在用的公司呢？（有同学提到价值线公司）不错。（有人说电脑）你确定电脑能赚钱吗？（有同学提到全球市场财智（Capital IQ））很好。我们来谈谈彭博（Bloomberg），在彭博之前有Bridge和路透（Reuters），为什么彭博最后胜出了？（同学说了很多原因，但最后有同学说到高的转换成本，学了彭博不愿意再学其他）举这个例子是因为你们会发现几乎所有行业都会面临类似的变化，这个案例分析是可以举一反三的。当你研究透了一个例子后，就能对其他行业的类似情况作出比较准确的预判。彭博的故事很典型，一个名不见经传的公司冒出来，尽管有很多前辈公司在行业中建立已久，但它就是这样一点点往前走，在某个节点发生了里程碑式的质变，最后成为了行业垄断者。现在你去哪找Bridge和路透？它们都消失了。正如刚刚这位同学说的，你花了很长时间学会这个很难学但是每天都要用到的工具（彭博），所以你不愿意再花时间去学别的工具。再加上你的同事、同行也在用彭博，你需要和他们沟通。所以在这个领域赢者通吃了。怎么得到这个结论才是真正有意思的。假设你有机会观察到这个行业早期发展的情况，假设你也确实观察到彭博发生质变的节点——可能是他们将平台推广到所有的商学院后，这样你们毕业了只会用彭博，不愿意再学其他。假设彭博上市，你有这样的洞见，那你就坐在金山上了。这就是我所说的洞见。你会不断发现类似彭博这样的公司，这种现象在很多行业都会发生。想想看为什么微软干掉了苹果，苹果曾经是行业的龙头老大，几乎占有百分之百的市场，而微软一点点地蚕食最后跨过了那道坎。当你在面临微软和苹果的选择时，你会发现其实你没什么选择，只能用微软，因为公司电脑的系统都是微软。现在你连不使用彭博的机会都没有，彭博有什么成本吗？没有，成本几乎为零！他们的成本大部分用来支付公司员工的高薪了。他们需要干什么？他们做研究吗？根本不做什么研究。他们只不过隔段时间（每个月）来你公司拜访一下，问问你有什么需求，每天工作中会用到什么。假如你是个喜欢交易的人，是那95%的投资者，就会对那些数字产生近乎迷信的狂热。彭博就专门为这些人开发了一套系统。你们知道彭博有多少公式？几万个！彭博会给你操作手册吗？当然不会！他们要把你一对一的绑住！给你一堆公式，然后问你收几十万。因为你每天都要用，而且在这一行好像每笔输赢都以几百万计，所以你不在乎30万一年的费用。哪怕彭博问你要几个点的抽成，你可能也毫无选择。他们会一直来找你，因为你就是个交易者，你每天都想要新消息和新功能，他们不断给你新的功能，其实就是给你带上一副枷锁，把你越绑越紧到绝望的地步。他们绝不会给你提供手册，也不会让你知道他们的成本；这真是印钞机啊，它用成本几乎为零的产品把你们每个人都绑得死死的，然后付给供应商的钱也少得可怜——因为供应商也别无选择。你们这些用户被它绑住了，还心甘情愿地给它提供反馈、帮助它改进，他们根本不需要做研究，问问你们有什么需求就好了。用户转换产品的成本如此之高，导致其他新产品完全不是它的对手，几十万从业

者都被它绑架了，而且是一对一的绑架，其他产品怎么跟它竞争呢？现在假设你对这些情况非常了解，彭博上市了，你也观察到彭博发生质变的时间点，你会去投资彭博吗？我会的。这就是我所谓的洞见。你研究所有的生意，它们都难免上下起伏，但彭博的可预测度是很高的。其他行业里多少也会有这种可预见性。作为一个分析员，一个投资者，一个价值投资者，一个企业所有者，你们的工作就是坚持不懈地研究这些生意，观察它们的变化趋势，那么你一生中也许能发现几个类似的机会，这是一套实际可行的方法。我喜欢彭博，假如彭博要出售股份，其实它根本不要上市融资，为什么要融资呢？即使上市也会有很高的溢价，P/E一直高居30倍，而我不会因为短期内的高价而卖掉它，这就是我自己哲学的进化，从以前的“不愿买入就卖出”，发展到现在，会去长期持有一些公司，要是真能找到这样的公司，你没有必要卖。还有没有其他问题？

同学：投资后你会直接介入公司的运营和管理吗？

还是要看情况。我搞过很多早期创投，也曾经担任两家企业的董事会主席和许多企业的董事会成员，包括你们提到的全球市场财智（Capital IQ）。我是全球市场财智的第一个机构投资人，那时就只有创始人一个人。我们投资全球市场财智就是要效仿彭博的商业模式。在全球市场财智这个例子中我非常投入，开始时我是公司的最大外部股东，每天忙得焦头烂额，要知道我连一个帮我接电话的秘书都没有啊。我事必躬亲，但无奈实在是分身乏术，后来公司卖给了标普（S&P）。之后我又投了一个工程师领域的数据软件公司，希望把彭博的经验搬到工程师领域，结果也不错，任何高技能的领域都需要这类软件。你在一个领域获得的洞见是可以被借鉴到其他领域的。但总体来说，我是个求知欲很强的人，什么事都想去探究清楚，也非常愿意去和公司管理层成为朋友。例如添柏岚的老板在我卖掉他公司的股票后成了我基金的投资人，这种跟企业家的关系是我想要的。我觉得就得有这种大胆尝试、无所畏惧的精神。只有真正投身公司的日常运营，你才能从公司的每个决定中观察到行业发展的特征和发生质变的节点。没有任何事情是一成不变的，这也是投资有意思的地方。所以我们要不断地学习。比如彭博，也许多年后情况会发生变化，虽然我不知道具体什么原因会导致它巨变，但这是完全有可能的。我已经观察到其他行业的例子，像微软，它的处境就发生了变化，免费软件的兴起可能会完全改写行业的游戏规则。任何行业和公司都会发生变化，这是件好事，因为那些思维活跃的、时刻做好准备的人，一旦产生洞见就会看准时机行动，他们会在这些变化中创造巨大的财富。

---

[1] 美国哥伦比亚大学“价值投资实践”课程最早由本杰明·格雷厄姆开设，巴菲特可能是这门课最著名的学生。格雷厄姆退休后，这门课停了很多年，直到90年

代初才由布鲁斯·格林伍德教授（Bruce Greenwald）重新开课。这门课程除了由教授讲课外，主要请十几位价值投资人以实例直接授课。巴菲特先生一直以来都会讲授中间的一课。从2000年初开始，我很荣幸几乎每年都会被邀请在这门课上做一次讲座，持续了十几年。很遗憾，大多数讲课的内容都没有留下记录。2006年这次是少数几次被同学以录像形式记录下来的讲座。国内价值投资爱好者蒋志刚先生热心翻译，并在网上传播。这里我做了少许修正，收录于本书。因为文章的内容是对讲课过程完整、真实的记录，包括和同学们的现场互动、问答，文中用语若有欠斟酌之处，还请各位读者见谅。

# 投资是一个发现自己的过程

## ——2013年3月哥伦比亚大学商学院Graham&Doddsville杂志采访精编

## 一、关于如何做好投资

### 问：您投资风格的发展和巴菲特有何不同？

投资游戏中很重要的一部分就是做自己。因为投资中多多少少总有一些“零和博弈”的元素，所以你必须在这个过程中找到一个与自己个性相合的方式，并通过长时间努力取得优势。当你买入时，必然有人在卖出；反之亦然。两方中必定有一个人做了错误的决定。你必须要确定你比对手知道得更多，预测得更准确。这是一个竞争激烈的游戏，你会碰到很多既聪明又勤奋的人。

在投资这场竞争游戏中取得优势的唯一方法就是在正确的道路上坚持不懈地努力工作。假如做的是你所热爱的事，你就会很自然地去做，即使是在放松状态下，例如在公园散步时，你也无时无刻不在思考着它。如果你找到了适合自己的方式，并且坚持下去，到达这种自然、自发地学习和思考的境界，随着时间的推移，你将会累积起巨大的优势。投资其实是一个发现自己的过程：我是谁，我的兴趣是什么，我擅长什么，喜欢做什么事，进而将这些优势不断强化放大，直到自己超越其他人，取得相当可观的优势。查理·芒格常说：“除非我能驳倒那些最聪明而和我持有相反观点的人，否则我不敢声称自己有了一个观点。”查理说的太对了！

投资是对于未来的预测，然而未来在本质上却是无法预测的，所以预测就是概率。因此，你能比别人做得更好的唯一方式就是尽可能地掌握所有的事实，并且真正做到知己所知、知己所不知。这就是你的概率优势。没有什么事情是百分之百确定的，但是如果你每次挥杆（出手）时都拥有压倒性的优势，那么久而久之，你就能做得非常好。

## 二、如何获得投资的想法

### 问：能谈谈您投资的过程吗？

我的想法来自生活的方方面面，最主要的还是来自于阅读和谈话。我不在乎它们是怎么来的，只要是好的想法就行。你可以通过大量阅读发现好的

点子，研究很多公司，或者是向聪明的人学习——最好是比你聪明，特别是在各自的领域特别突出的人。我尽可能地扩大阅读量，研究所有我感兴趣的、伟大的公司，和很多聪明的人聊天。然后你猜怎么着，有时候在某些阅读和谈话里，就会灵光一现，接下来就是更进一步的研究，有时候你发现更确信了，也有些时候是相反的情况。

问：您一般是和投资界的同行聊天，还是顾客、供货商、管理层之类？

我会和所有人聊天，但更有兴趣和实实在在做生意的人聊天，比如企业家、总经理或者优秀的商人。我会阅读所有主要的新闻刊物，还有龙头企业的年报，这些材料也让我获得很多灵感。

问：有什么行业是你绝对不会碰的吗？

我不会在意识形态上排斥任何事情，我反对所有意识形态。世界上有很多我不懂的事情，但我对很多事情都有好奇心。有时候我可能只对一家公司的某一方面比较了解，但这正是促成投资最重要的方面。我也不确定，我不想排除这种可能性。不过有一点我是确定的，如果你给我展示一个想法，我能很快告诉你我会不会对这个想法说“不”。

基本上查理·芒格对所有想法的态度只有这三种：行，不行，太难了。有些想法可以很快分辨出来是行还是不行，但如果确实是太难了，那就离开。最终你还是得集中精力在那些你愿意花时间、花心思研究的想法上，并且确保你比别人都懂得更多。

## 三、如何评估公司管理层

问：您如何评估公司的管理层是否诚实回答您的问题？与管理层交谈有多大用处？

无论生意本身好坏与否，管理层永远是公司成功等式的一部分，所以管理层的质量总是很重要。但是要评估管理层的质量并不容易。如果你无法判断管理层的质量，那这本身也是一个结论，你可以将这个结论和其他因素（如生意的质量、公司的估值等）一起考虑，作为决定投资与否的依据。

如果你可以正确评估一个管理层的质量，说明要么你非常敏锐，深谙人类心理学，要么就是你和那些人有特殊关系。如果是这样，你当然要把管理层的质量纳入你决定的过程。它会提高你预测的准确性，因为管理层是构成公司的一个重要部分。

但是，要深入、准确地评估一个管理团队绝非易事，鲜有人能真正做到。

所以我也很佩服一种人，他们有勇气说，“反正不管我得到多少信息，不管他们给我做多么漂亮的展示，我对管理层的了解也就止步于此。我知道这是场秀，所以我干脆完全不去考虑管理层的影响。”我很敬佩这种态度。

投资需要对知识的诚实，你需要知己所知，更重要的是需要知己所不知。如果对管理团队的了解不是你手里的一张牌，那它就不应该被纳入你的考量。

## 四、是否按地区做投资分配

### 问：您如何分配（美国）国内和海外的投资？

对于投资的地区分配，我并没有什么先入为主的标准，而是跟着机会和兴趣走。恰巧我对亚洲和美国更感兴趣，所以我的投资也在这两个地方。相比之下，我对欧洲和非洲就没有那么感兴趣，但还是以开放的心态关注它们。我的目标是找到那些由最优秀的人管理的最好的公司，并在市场上出现最好的价格时出手买入，长期持有。这些条件并不会总是同时满足，但没关系（你可以耐心等待）。

刚开始做投资时，你持有的是现金，现金的回报是一个不错的机会成本，因为它不会造成本金的损失。当你找到一个投资机会时，它必须能够提高整个投资组合风险调整后的回报率。接下来你可能会找到好几个很有趣的投资机会，这样你的投资组合里就有了一些有趣的证券加上现金。这也是很好的机会成本。下次你再加入另一个证券，它最好能使你的投资组合（风险调整后的回报率）比现在的更好。这样你就可以持续不断地优化你的机会成本。投资组合的构建就是一个不断优化机会成本的过程。

## 五、如何定义自己的能力圈

### 问：您如何定义自己的能力圈？

我根据自己的兴趣来定义能力圈。显然，我对中国、亚洲和美国都有着一定程度的了解，这些是我比较熟悉的领域。这些年来我也在逐渐拓展自己的眼界。

刚开始投资时，我就是寻找廉价的证券。因为那时候也没什么其他选择，没有经验，又不想赔钱，那怎么办？只能买最便宜的股票。但是时间长了，如果你发现自己除了对股票感兴趣外，还对生意本身感兴趣，那你自然就会去研究生意。

接下来你就开始去学习研究不同类型的生意。你会去学习生意的基因，它们如何演进，它们为什么如此强大。久而久之，我就爱上了那些强大（优质）的公司！于是我转而开始寻找那些价格优惠的优质公司。当然我的天性中还是有寻找廉价证券的倾向。

但随着时间的推移，寻找那些优质的公司对我更有吸引力了，这些公司更具有竞争力，更容易预测，并且有着强有力的管理团队和良好的公司文化。只在二级市场做投资已经无法满足我了。正如我之前所说，证券市场的一部分就是零和游戏。我对这个部分无法产生共鸣。从本性上来说，我对双赢的局面更感兴趣。

我想要和所投公司的经营者和员工一同创造财富，这驱使我在我的基金公司早期时开始做风险投资（创业投资）。我尽量遵循聪明投资的原则，而最终事实证明我也能对公司的发展贡献一些自己的力量，这就变成了双赢的局面。

在我的职业生涯里，我有幸参与创建了几家不同的创业公司，其中有一些公司非常成功，在我们卖掉它们之后，依然经营得很好。你也许会说我们卖得太早了。我是全球市场财智（Capital IQ）的第一个投资人。如果当初没卖的话，我们可能会比现在富有得多！并不是说我们没在这个投资中赚到钱，我们还是赚到钱了（只是没那么多）。我觉得这样的结果挺好。我喜欢创造对每个人都有益处的局面：我们制造了就业机会，开发出一个优秀的、可持续发展的产品，每个人都从中受益，包括最终从我们手中买下全球市场财智的人（标普S&P）。

我喜欢这种双赢局面。我从没抱怨过全球市场财智卖得太早，我们在全球市场财智上赚了很多钱，而且我们对它的发展也做出了很大贡献。更让我开心的是，至今我和公司创始人还一直是朋友。然而风险投资的问题是很难做大，你必须要投入大量的努力。所以慢慢地，我开始转向用一种不同的方式来帮助企业。我发现对那些上市公司，你也可以提供建设性的帮助。我就是这样，还在不停地学习，对事物充满兴趣。我还很年轻，有着强烈的好奇心。我希望能一直保持这种学习的劲头，继续扩大我的能力圈。

## 六、关于比亚迪

### 问：伯克希尔通常不会投资科技类的公司，这种情况下您是如何让查理·芒格投资比亚迪的呢？

我从不认为巴菲特和芒格在投资上是意识形态化的。我也不是。投资一家公司主要还是看你对公司了解的程度。比亚迪的故事很简单。公司的创建

人是一个极其优秀的工程师，他创办这家公司只用了30万美元的贷款，一直到公司上市都没有其他外部投资人。他就这样创建起一家年收入80亿美元、拥有17万员工和数万名工程师的企业（注：2013年数据）。在此过程中，他克服了各种艰难险阻。

比亚迪的成就是令人钦佩的。当然了，他们也恰好拥有天时地利人和，处在对的行业和环境中，在恰当的时候得到了政府的支持。公司的工程师文化让比亚迪拥有解决重大难题的能力。投资比亚迪的时候，我们在价格上是有很大安全边际的。

他们在一个充满着可能的巨大领域里施展着才华，并有相当大的机会成功。如我所说，没有什么事情是绝对的，但是在我看来，在比亚迪所从事的行业里，它成功的概率是极高的。芒格先生和我一样也对这家公司印象深刻，因此最终决定投资。伯克希尔也并不是完全不投科技公司，他们只是不去投资他们不了解的公司。他们曾经花110亿美金投资了IBM。但我敢保证，这和IBM是不是技术公司没半点关系，这不是伯克希尔考虑问题的依据。

问：您认为比亚迪在汽车质量上有所进步吗？

比亚迪就像一台不断学习的机器。你想想看，这个公司10年前才正式进入到（汽车制造）这个行业，8年前才生产出第一辆车。身处一个要和全球所有品牌激烈竞争的市场之中，他们不得不全力以赴，因为这个市场实在太庞大了。而且他们从来没有什么所谓的本土竞争优势，因为中国汽车行业从开始就是对所有国际品牌开放的。

然而，就是这家曾经不起眼的汽车公司，用少得可怜的资本和不到10年的时间，做到了年销售50万台汽车的成绩，在市场中赢得一席之地。不得不说，这个成绩是很不错的，这家公司还是有两下子的。他们凭着工程师文化和事在人为的精神，持续证明着自己在解决复杂的工程技术难题上的能力，并总是能够比其他大多数人找出更高效、更省钱、更优化的解决方案。这点在制造业中是个优势。

## 七、对投资高科技公司的看法

问：比亚迪是一家面临着日新月异变化的高科技公司，您如何看待投资这类公司的回报和风险？您觉得自己能预测到它10年后的发展吗？

如果你投资的时间足够长，绝大多数公司都会发生变化。我从没听说过哪个生意是亘古不变的。这也正是生意的迷人之处。成功的生意（公司）具有一些特质，能让它们在变化发生时应对更为从容。但每个案例的情况又

各自不同。

从某种意义上来讲，现今时代的每家公司都是科技公司，只不过有些公司用到的科技不是最前沿的科技，或者科技不是决定这个生意、这家公司成败的最关键因素。

成功的科技公司具有不断创新、自我演进和应对变化的能力。英特尔公司就是一个很好的例子。英特尔所处的这个行业每18个月就会发生变化，一旦跟不上变化的节奏就会处于严重劣势，但他们在不断的变化中建立起自己独特的文化。

再以三星为例，他们早期做的半导体内存芯片生意，价格每周降低1%，然而他们却发展出了精准应对这种变化的文化。所以当他们把这种文化应用到其他行业比如手机时，他们很快就超过了别人，现在三星的手机销量已经超过了苹果。所以企业文化在变化迅速的商业环境里扮演着非常重要的角色，它让某些公司在竞争中脱颖而出。

问：要充分研究高科技公司的风险和回报，是否需要对技术了解到工程师那样的程度？

（研究科技公司时如果懂技术）当然是好事，但并不是必需的。如果你恰好是个熟悉这家公司产品的工程师，那当然是加分的，但对研究公司不是必需的。因为不管你在一方面有多擅长，总有其他的方面你没那么擅长。技术变化日新月异，现在你所专长的很快就会过时，但这并不影响你判断一个公司是否能建立起应对变化的文化。成功的公司总能通过各种方法来应对变化，比如招贤纳才，建设优秀的公司文化，比竞争对手先行一步等等。这些是让公司成功的因素，同时也是相对容易预测的方面。

在一个行业、一个生意里，总有些方面是无法预测的，也有些方面是可以预测的。两者都会存在。但总体来说，我觉得你（关于高科技公司）的说法是对的。对一个变化迅速的生意，要作出可靠的预测确实要困难一些，这是毫无疑问的。但这并不表示投资者无法做出一些胜算较大的预测。你应该在觉得自己预测正确率很高的时候才出手。很多时候，你要去找那些通常很稳定但某些方面忽然发生了变化的生意。

以柯达公司为例，它曾经是世界上最好的公司之一，发明了照相机。但是今天如何？再看看贝尔实验室和AT&T，他们曾经无比强大，垄断整个行业。而今天呢？也就只剩下了名称而已。这就是残酷的资本主义的本质，也是商业竞争的本质。那些看上去稳定、可预测的事情可能结果并非如此。相反看上去不稳定的最后却很成功。

和做一个大概正确的决定相比，我觉得同等重要、甚至更为重要的是避免做错误的决定。如果你能尽可能不犯错，那么长期来看应该不错。预测不容易，也不像科学那样精准。你只能希望自己随着时间不断提高。

问：许多聪明人认为可再生能源是下一个大革命。您已经在电池技术和比亚迪方面做了很多研究，除了电池之外您对这个领域还有什么见解？您认为能源革命会如何发展？

我关注宏观趋势，也只是想明白这些大势与我而言是顺势还是逆势。作为一个关心时事的公民，我关心宏观经济，可这不等于说我能预知未来如何发展变化，事实上我并不知道。可是自由市场里成千上万的参与者为了实现自身的最大利益，却总能找到自己的路。预测未来并不容易，好消息是你并不需要做到这点。

如果大环境和你是方向一致的，那最好不过了。但如果你是逆势而行，那你最好再多研究一下。我就是这样看待新能源的问题的。我知道到了一定时候，人类必须要找到石化燃料以外的其他能源，一方面我们并没有足够多的石化燃料，另一方面我们也需要为了农业发展和人类食物供给安全的原因储存它们。（因为到目前为止，还没有材料能替代以石化资源为基础的化肥。）而且如果气候像过去几十年一样继续恶化下去，我们承担不了那样的后果，迟早要付出代价。

所以有很多原因让我相信人类必须找到可替代石化燃料的能源，但基于这个判断我就可以做出有把握的投资决定了吗，恐怕也不一定。但如果这是大势所趋，我愿意全力一试。

## 八、关于投资基金的报酬机制

问：目前您的基金对新投资人开放吗？

我的基金对新投资人一般是关闭的。只有在我们看到的机会比我们手头的资金更多的情况下，我们才会对新投资人开放，但这样的机会非常罕见。我并不想要扩张规模。我从来没有野心要经营最大的基金，也从来没想从一个基金里赚到最多的钱。我只希望在职业生涯要结束之际，我的基金经风险调整后的业绩能成为业内最好的之一。

如果我能做到这点，那我就对自己很满意了。这是我的目标，所以我的基金的报酬制度也反映了这一点。我认为我们的报酬机制是合理的，也就是原汁原味的“巴菲特合伙人模式”。我们不收取任何管理费，累进复利年收益的6%也全部归投资者，我们从剩下的收益里提取25%。在我的基金之外我没有任何投资，我把自己和家人所有的投资资金都放在我的基金里。

我们公司只经营一支基金。所以这是真正的合伙人关系，普通合伙人和有限合伙人之间几乎没有任何利益冲突。

这样我们就都在同一条船上了。我没有任何理由只为募资而募资，因为我没法通过增加资金规模来赚钱。只要有新的钱加入，我就要支付投资人每年6%的复利，所以我最好能够找到一些值得投资且回报更好的机会。这样当我挣钱的时候，我能感觉这是我辛勤工作赚来的；当我的投资者挣钱时，他们也感觉这是他们应得的。这种公司结构优于其他结构，因为每个人的成功都是应得的。正是这种精神让巴菲特和芒格与众不同，他们都信奉脚踏实地赢来的成功。这也是为什么他们获得了如此巨大的成功，却没什么人对他们有微词。如果你给投资人股东创造了数百亿、数千亿的财富，而自己40年如一日，每年只拿10万美元薪水，别人就没有什么理由来批评你了。

## 九、关于卖出的时机

### 问：您如何作出卖出股票的决定？

在三种情况下，你需要做卖出的决定。第一，如果你犯了个错误，那就尽快出手，哪怕这是一个正确的错误。那什么叫正确的错误？投资是一个概率游戏。我们假设情况是你有90%的把握，但是还有10%的其他可能性，结果那10%就是发生了，这就是正确的错误，此时你应该卖出。当然也可能你的思考分析完全错误了，你认为自己有90%的胜算，实际上刚好相反，一旦意识到是这种情况，你也应该马上卖出，最好这时还没有太大损失，但即便已经有了损失也不重要，因为你必须卖掉。

第二种情况是股票的估值突然波动到了另一个极端。如果估值一下子高到了疯狂的程度，我也会考虑卖掉。我并不会卖掉一个略微被高估的股票。如果你的判断是正确的，且持有一个公司的股票已有了相当长的时间，你已经积累了很大一部分非兑现的收益。这些收益的很大一部分就像是从政府合法拿到的无息贷款，所以如果在这种情况下卖出了，你把（政府给你提供的）杠杆取消了，再抽出一部分资本，那么你的股本回报率就会略微下降。（这是因为资本升值税的原因。）

第三种要卖出的情况是你发现了更好的机会。说到底，投资组合就是机会成本，我之前也有提到。作为一个投资经理，你的工作就是不断改进你的投资组合。你从很高的标准开始，并且不断继续提高这个标准。实现这个目标的方法就是不断发现更好的投资机会，不断优化机会成本。这就是我会卖出的三种可能性。

## 十、关于做空

问：喜马拉雅基金会做空股票吗？

我在9年前（2003年）就放弃了这个做法。可以说做空是我所犯过的最大错误之一。

问：是因为你想对所投资的公司带来建设性的帮助吗？

是的。但还有一个原因是在做空的过程中，你即使是百分百正确，也可能把自己弄得破产，这一点是我最不喜欢的地方。

做空的三个特点决定了它会是一个很悲惨的生意：第一，如果做多，你下跌的空间是百分之百，而上涨的空间是无限的。如果做空的话，你上涨的空间只有百分之百，而下跌的空间是无限的。我很不喜欢这种算术。第二，那些最好的做空机会往往有着做假的元素在里面，作假很可能会长期存在。因为做空一定要通过借债（股票），这一点就足够把你拖垮。这就是为什么我说即使你在百分百正确的情况下也可能会破产。而且通常你在确定自己正确之前就已经破产了！最后一点，它会把你的思维都打乱。做空的想法会牢牢地占据你的大脑，分散你做多投资本该有的专注。所以，出于这三点原因，我就再也不去做空了。

做空是我曾犯过的一个错误。我是有过两年做空经历的。我并不鄙视做空做得很好的人，只不过我不是这样的人。如果要我再加上一点原因，那就是，近200到300年内，自现代科技时代开启以来，人类的经济总体一直在复利式地持续增长，所以经济的发展趋势自然更有利于做多而不是做空。

当然人在一生中不可能不犯错，我只是想能从所犯的错误中学到一些东西。

## 十一、关于金融危机

问：在管理喜马拉雅基金的16年内，您经历了三次重大的金融危机：1997年亚洲金融危机，2000年互联网泡沫破裂和2008年金融危机。您是如何掌舵基金度过这些危机？从这些经历中您学到了什么？

每一次金融危机都被说成是“百年一遇”，虽然我的职业生涯中好像每5年就会碰到一次。这些危机的有趣之处在于它们可以检验你对知识诚实的程度。

在我们这个行业里，最重要的就是对知识的诚实，所谓对知识的诚实包含四个方面：清楚你知道什么，清楚你不知道什么，清楚你不需要知道什么，意识到总有你不知道自己不知道的情况。这四点不太一样，在经济危机来临时，投资者在这四个方面都会受到考验。

比如说，亚洲金融危机发生时，一夜之间所有人都在问："这些公司到底有多少负债？天哪，它们居然负债这么多！整个国家都要完蛋了！"每个人都持续处在危机模式中，那些你平时不太在意或并不关注的事情一下子全冒出来了。要是往常，你会觉得："这些问题和我投资的公司一点关系也没有。"身处危机之中，你会突然说："天哪，这简直和我投资的公司息息相关啊！"当然，你可能是对的，可能是错的，危机自会检验。

这就是为什么人们都会在危机中不知所措，因为他们之前对知识不够诚实。他们没有认真区分不同的问题，把它们放进合适的类别里。比方说，如果你要对美国经济的走势做一个整体的判断，你应该知道历史上有发生过更糟糕的情况，而且这些情况是可能再次发生的。这个可能性也许很小，但它一旦发生了，就势不可挡。到那时候真正的问题是："这种情况是我不知道的未知吗？"或者"你知道自己并不需要知道这些吗？"你一定会面对这些问题的。

是的，危机来临时，整个金融系统都可能遇到麻烦。是的，企业需要融资，但是我能确定的是只要日子还继续，我的生意就还在，危机总是会结束的。这时候要问的问题是："我需要搞清楚金融系统如何解决自身问题之后才能预测我的生意吗？"这才是真正的问题，是你在金融危机影响到你之前就需要回答的问题。

如果你能诚实并正确地回答这个问题，那么在危机到来之后你会有更多作为。克里斯托弗·戴维斯（Christopher Davis）的祖父曾经说过："在熊市的恐慌中能赚到最多的钱，只是你当时意识不到罢了。"事实总是如此。那些不够聪明的投资者就会被淘汰出局。而聪明的投资者是那些一直对知识保持诚实态度的投资者。他们清楚地认识到自己知道什么，不知道什么，不需要知道什么，和总有一些自己不知道的未知。只要你总能把问题正确地划分到这四类里，你就能通过考验。否则你就会陷入困境。

市场是一个发现人性弱点的机制，在金融危机到来时尤其如此。只有对知识完全诚实，才可能在市场中生存、发展、壮大。

## 十二、关于中国

**问：您在2010年哥伦比亚商学院论坛中提到亚洲在全球金融系统中会扮演越来越重要的角色。可以再详述一下这个观点吗？**

亚洲会成为重要的经济力量，这不只是在金融领域。金融的部分只是亚洲整体经济实力的一个衍生物。亚洲，尤其是中国，由于它的规模和目前发展的道路，正在成为全球市场中一支重要力量。

中国正走在发展现代化经济的历史道路上，前路还很长，但是它从起点出发也已经走了很远很远。考虑到中国庞大的规模，它必然会对亚洲和世界产生巨大的影响。中美两国会形成一个环太平洋经济中心，就像曾经联结美洲和欧洲的环大西洋经济中心。这里蕴含很多商机，但不会是条单行道，也不会一帆风顺。各种各样的情况都有可能发生，你也不是百分之百能赚到钱。但对于那些能够掌握这一发展的人来说，有很多的机会在等待他们。中国的重要性不容忽视。

问：您会担心中国的房地产泡沫吗？我们看到一段60分钟的有关中国“鬼城”的视频，非常触目惊心。

中国实在是太大了，所以存在各种极端的现象。是的，中国有一些“鬼城”，有人担心房地产泡沫，但中国也有一些城市人满为患，我说的是那种所有空间都被占满的拥挤。也有些曾经不为人知的城市，转眼就高楼云集，越来越多的人入住。我记得20年前，上海浦东也算是半个鬼城吧，但今天你不禁为它繁荣的经济所惊叹。

我们现在住在曼哈顿，曼哈顿恐怕是除了上海以外全世界高楼密度最大的地方。但是想想看，上海有一万座超过30层的高楼，是曼哈顿高楼数量的好几倍。更可怕的是，中国还在继续发展中。所以我说中国是个矛盾体，一直都是，以后也会是。你想证明任何理论，都能在中国找到论据。

但是总体来说，中国经济还有很长的路要走。中国知道现在还是属于自己的时代，但这并不意味着它没有任何问题，它的问题也很多。美国也一样有一堆问题，200年来，美国一直都是如此，有着很多问题。如果你了解美国内战的历史，就会知道当时美国在内战中损失了2%的人口。但是美国还是以惊人的速度得以重建。之后美国还经历了两次世界大战。同样地，如果你觉得二战之后的日本和德国会衰落，那你就大错特错了。

## 十三、给投资初学者的建议

问：您可以给那些想从事投资管理的学生一些建议吗？

一定要向最优秀的人学习：聆听、研究、阅读。但是理解投资最好的办法就是实践，没有比这更好的办法了。最好的实践方法是选一家公司，以要投资的心态把它彻头彻尾研究个透，虽然你可能并不会真放钱进去。但是从假设自己拥有公司100%股权的角度去彻底研究一家公司的过程是非常

有价值的。

作为初学者，你可以选择一家容易理解的公司，可以是家很小的公司，比如街头便利店，一家餐厅，或者是一个小的上市公司，都无所谓。试着去理解一家公司，明白它是如何运转的：它如何盈利，如何组织财务结构，管理层如何作出决策，和同行业内竞争对手相比有何异同，如何根据大环境调整自身，如何投资盈余的现金，如何融资等等。

如果你拥有一家公司100%的股权，哪怕你不是经营者，你也会竭尽所能去了解这家公司的方方面面来保护你的投资。这样，你就知道怎样做好投资了。这样你才能真正看懂生意和投资。巴菲特常说，想成为好的投资人，你必须先成为一个好的生意人；想成为好的生意人，你也必须成为一个好的投资者来分配你的资本。

从选择一家自己能力圈内的公司并透彻地研究它做起，这对初学者来说是个非常好的起点。如果你能从这个基础开始，你就走上成为一名优秀的证券分析师的正确道路了。

2013年3月

# 投资、投机与股市

## ——2018年3月在哈佛商学院投资会议上的主旨演讲

非常感谢会议组织者为今天这个活动所做的杰出工作。我今天上午从其他演讲嘉宾那里听到了很多有趣的东西，也听了一些奇怪的想法，很高兴能来到哈佛商学院校园。

这个场合让我回忆起了自己职业生涯早期的经历。大概30年前，我从中国来到美国，刚刚在哥伦比亚大学就读，几乎不会说英语，巨额的学生贷款令我目瞪口呆。所以，我开始向身边的同学请教在这个国家谋生的办法。有一天，一位同学递给我一张传单，说这个讲座是关于如何赚钱的，你应该去听听。这之前我去过其他的讲座，有的讲座会提供免费的食物。我看到传单上说这个讲座也会提供食物，所以就决定去听一下。

我去了之后发现，那个教室就和现在这个差不多，我当时很惊讶那个教室居然这么大，但是当我环顾四周时，根本没有食物！我问别人自助餐（buffet）在哪里？后来发现原来是那个站在讲台上的人，他的名字叫巴菲特（Buffett）。你们看，那时的我还无法分辨出一个T和两个T的区别！

“既来之，则安之”，于是我就决定留下来听听看这个人会讲些什么比免费食物更好的东西。我留下了，沃伦·巴菲特讲了价值投资的基本理念。不知何故，他讲的那些东西令我有一种醍醐灌顶的感受。那次讲座改变了我的人生。在那之后，我研究了整整一年巴菲特、芒格和伯克希尔公司，之后用借来的钱买了我的第一只股票。在过去的二十五六年里，我再也没有想过改行。

因此，我想今天也许我也应该说一些对同学们有帮助的东西，特别是要回答上午某些演讲嘉宾，他们声称市场的未来就是量化交易，基本面投资没有存在的必要。

既然今天上午我们讨论了许多基本问题，我想我也应该花一点时间从最根本的角度来讨论市场。什么是股票市场？它是一种将小储户的资金集中起来投资企业的机制。市场的设计意味着它会慢慢成为一种美妙的、不断自我强化的双赢机制——如果企业盈利好，那么同时作为员工、股东和消费者的小储户就得益。作为员工，他们的工资增加，储蓄增加，随着储户越来越富裕，他们将消费更多企业生产的产品，同时将更多的资金投入到企业中，企业得到成长。如果这种现象大规模地发生，从根本上来说对社会是有益的。这就是股市的初衷。

当然，最大的问题在于绝大部分的小储户并不懂得如何给股票定价。股票会随着企业的失败而贬值，所以对小储户来说，投资股票市场天然有风险。从某种意义上说，需要到达一个“临界点”，这种自我强化的双赢机制才会发生。需要大多数储户（假设不是全部），并且大多数企业（假设不是全部）都参与到这个交换体系来，才能使这种机制有效。股票市场的发展历史正是如此。

这个过程具体是如何发生的呢？所有股票市场刚开始的时候，都有这样一个特征，就是它允许人们在购买股票（对企业的部分所有权合同）后可以随时卖出。这个特征直接迎合了人性中一个基本的天性。无论人类如何标榜自己，我们的天性中都有懒惰、贪婪和投机心理。如果有一种做法能让我们获得比所付价格更多的东西，我们一定会去这样做；如果有一种做法让我们能花更少的时间获得更多，我们一定会去这样做。股票市场的可交易的特征刚好契合人性中的懒惰、贪婪和投机心理。这就是市场机制形成的关键。越来越多的人受到吸引进入股票市场，随着越来越多的人进入市场，越来越多的企业进入市场，形成了一种正向反馈循环。

每个地方的股票市场刚开始都是充满了泡沫，充满了投机，充满了交易、博弈，充满了起伏。你不禁开始思考，为什么如此疯狂的东西最终却能经受住时间的考验？因为它有一个根本要素——有那么一些真正的储户想要投资给成长的企业；也有那么一些真正的好企业需要资金来发展。一旦这些储户和企业的数量达到临界点，市场整体就变得更有效了。这就是我们所看到的事实。从一开始，股市就有两种基本力量（要素）。一个要素是投资，是在合适的价格用资金支持合适的企业；另一个要素是投机赌博，通过短期交易，“轻松”地赚快钱，正是这个投机要素吸引越来越多的人来参与股市，所有人的买卖供需就决定了股票的交易价格。经过一段时间后，短期交易的力量就会变得越来越强大。那么市场上哪种人更多呢？你们猜对了，是投机的人。以至于有些人甚至声称市场根本不需要第一股力量（投资），只要让机器交易就行了！

真的是这样吗？我觉得不是。如果是这样的话，可以看看另一个类似的东西，那就是赌场。赌场之所以不能大规模存在的原因就是它没有为社会提供任何基本的功用。市场存在的首要任务是为社会提供非常有用的功能。如果你时刻谨记这一点，你就知道那些基本面投资者总会有他们的角色。只不过市场上这股基本的投资力量相对较小。据哥伦比亚大学法学院路易斯·洛温斯坦（Louis Lowenstein）教授的研究估计，这部分投资人可能只占市场上所有投资人的5%。市场被那些喜欢交易的人所主导着。甚至有些声称自己是基本面投资者的人都也会说出他们的投资策略必须要适应市场这样的话。这种观念很快将他们转入另一阵营，在那里他们会极度关注市场上发生的事情。他们的判断受到市场起伏的影响，有时是按年度、季

度、月度或每周表现，有时甚至到了分秒必究的程度。这就是我们今天看到的市场行为。当然，你也可以说这些行为是有诺贝尔获奖理论的支撑的，什么市场总是有效的，供求关系是由理性的人所驱动的，诸如此类。但想想你们今天早上听到的荒唐事——在最成功的量化交易对冲基金公司里，雇佣着上千名数学、物理博士，但竟然没有一个人能懂得怎么读财务报表！看吧，这就是所谓的市场有效理论。事实上，短期内股票价格与经典经济学中的商品价格规律通常刚好相反。比如，在经典经济学中，商品价格上升，大家买得就少些；商品大甩卖，买的人就会多些。但是在股市中，股价上涨，大家反而会去买，上涨越快买的人越多；股价下跌时，大家就会卖出，熊市越厉害，卖得也越厉害。

在我从事投资行业的26年中，我从未看到过市场在对那些我略知一二的企业股票定价方面是完全有效的。尽管历尽波澜，但我认为市场最终的进化方向还是由那股最初促使市场形成的基本力量所决定的。这是因为尽管从事基本面投资的人数和所管理的基金在市场上几乎永远是少数，但他们才是资产价格的最终决定者。股市长期来看是个称重机，而股市价格发现机制是通过基本面价值投资人实现的。只不过这个过程比较长。也只有通过基本面价值投资人，市场才会在长期内具有价格发现机制。

同时，也只有具有合理价格发现机制的市场才可能不断发展壮大。当市场大到一个临界点后，上市公司能够代表经济体内所有较具规模的公司时，指数基金投资才会成为可能。因为在现代经济中，经济可以实现长期数百年的复合增长，对于超过临界点的股票市场，指数基金的回报代表着经济体内平均股权投资的回报，长期来看也会和经济体一样出现复合增长的趋势。所以尽管指数基金看起来只是机器交易而已，它存在的前提却是基本面投资者的存在。没有他们的存在，市场就没有存在的经济理由，也不可能形成规模，这样指数投资长期就不会有效。

由此我们看到，基本面投资人尽管在市场上占比稀少，却起着重大的作用。那么我们称之为价值投资的基本面投资的要素是什么？它只有四个基本概念。前三个是本杰明·格雷厄姆在100多年前所阐述的，最后一个概念是巴菲特、芒格和伯克希尔·哈撒韦所阐述和例证的。首先，股票是一张纸，你可以交易它，但这张纸也表示你对公司的所有权；拥有一只股票就是拥有公司生意的一部分。再者，股票代表公司，因此公司的表现将决定股票的价值。然而未来很难预测，因此你需要有安全边际。正如塞斯·克拉曼（Seth Klarman）今天早上所讲内容，他的一整套投资理念、方法和经验，比其他大多数人都能更好地说明安全边际的重要性。然后我们还需要一个描述市场上大多数参与者行为的理论。它被称为市场先生，你可以把整个市场想象成一个精力充沛的家伙，他每天早上一醒来就向你随口大声吆喝着价钱。大多数时候，你可以简单地忽略他。有时这个家伙变得非常

疯狂，带着一种神经质的情绪波动，这时他会向你扔一个可以买也可以卖的荒谬价格，这就是你可以利用它的大好时机。

这是本杰明·格雷厄姆所阐述的价值投资的三个基本概念。那么问题来了，在现实世界中，你会发现市场先生是真实的人，也许就是坐在这个教室里的人，你的同学，甚至是今天的讨论嘉宾、演讲嘉宾。他们看起来可不像疯子，他们中还有数学博士呢，他们获得了这项、那项殊荣，他们都是非常聪明的人。这时候大多数人都会怀疑自己，这些人真的是市场先生吗？难道99%的人都错了，只有我是对的？这有可能吗？

然后你又想到，这些人还有着诺贝尔获奖的有效市场理论撑腰呢。更重要的是，人性的另一方面开始发挥作用，那就是我们的趋同心理。如果有足够多我们敬重的人、认识的人、其人格和道德准则受我们钦佩的人都在用同样的方式思考，都在担心供求关系的变化，突然间，我们会开始质疑自己。我真的懂吗？也许他们是正确的，每天的市场走势的确是很重要的。也许我们也应该加入这场猜测供需变化和价格走势的游戏。这可能才是我们的工作重心。这就是为什么，无论你一开始有多少好的想法，随着你工作的年数增加，你会丢掉一半的想法，加入到这股巨大的交易力量中去。你耗费所有的时间、金钱和精力来猜测供求关系和价格走势。你开始使用计算机、最前沿的技术、人工智能（AI）、大数据，穷尽所能地猜测价格将如何变动。以前可能还是猜测每年的变化，两年、三年的变化；现在要猜测每分钟、两分钟、三分钟，甚至还得研究天气变化对价格的影响！

这时候，价值投资的第四个概念就显得特别重要。这个概念是巴菲特和芒格阐述的，也就是能力圈。我们这个行业要做的事情是预测未来。而未来本身就是无法预测的。你只能得到一个概率。有些概率高，有些概率低一些。通过长时间的坚持和努力，你可以把一些事情研究得非常透彻，在预测某个公司未来最有可能发生的事情上，或者预测以某个价格买了某只股票后未来最可能发生的事情上，你会比其他所有人做得更好。这是你的优势。一旦你成为某个领域的专家，形成能力圈，你就可以充满自信地行动。这意味着，即使其他人都不同意你的观点，你也很可能是正确的，因为最终代表着公司所有权的基本面力量仍会牢牢扎根。这可以追溯到格雷厄姆的说法，在短期内股市是一场人气竞赛，但从长期来看，它是一台称重机。基本面的力量终将获胜。

能力圈概念中最重要的部分是如何定义它的边界。换句话说，没有边界就没有一个圈。这意味着你必须知道自己不知道什么。如果你不知道自己不知道什么，你必然对你所声称、所认为自己知道的东西其实毫无所知。再换句话说，如果你对一个问题有了个答案，你得有办法证明在什么情况下这个答案就不对了。当新的事实出现时，你的答案还要能经得住考验。这是一个持续学习的过程。是的，它很难，它一点儿也不简单。但通过长期

的耐心和不懈的努力，你可以达到对一些事情的深刻了解。你的能力圈开始会很小，然后逐渐扩大。一个真正伟大的价值投资者，他的一生是一段学无止境的旅程。但好处是你学习到的知识不会被浪费。不同的知识会相互累积，产生复利效应，就像你的财富一样。事实上，知识产生复利的速度比财富更快。对我而言，这是一段精彩的旅程和有价值的人生。我可以保证，26年后的今天，如果我现在还是只知道当初我知道的那些，我不可能会站在这里给大家演讲，你们也不可能想要听我演讲。

现在再回到重要的一点。要定义能力圈，你需要对知识的诚实（Intellectual Honesty）。你需要知道自己不知道什么。这是最重要的事情。对知识的诚实也可以延伸到你如何看待自己的工作职责，以及从更广的角度如何看待自己的职业。

资产管理作为一种职业，最困难的地方之一就是它有太多似是而非的所谓可以赚钱的理论和方法。很抱歉，这里面很多是假货。资产管理是一个服务行业，就像餐馆或酒店一样。但不同的是，在大多数服务行业，顾客是服务质量的最佳判断者。如果你去住一家酒店，我保证你立刻可以判断优劣，或者如果酒店质量平平，你可以立刻对其收取的价格是合理还是离谱有个判断。如果你去一家餐馆吃饭，你甚至都不用动筷子，闻一下味道就知道食物是好还是坏。如果你去一家干洗店，等等，例子数不胜数。在大多数服务行业中，顾客是最好的判断者，服务对象是服务优劣的最佳判断者。

但资管行业不是这样的。对于大多数人而言，如果有人来向你推销帮你管钱的服务，判断此人是好还是坏是极其困难的事。推销者可以拿自己上个月的业绩、或者去年的业绩、5年的业绩来佐证。但你还是无法分辨，因为有很多东西会影响业绩。你永远无法确定好业绩的原因是运气还是能力。你需要看到一个足够长期的业绩，你还需要知道管理者是如何实现它的。如果此人是投资个股的（stock-picker），在你判断他是个好的投资者之前，你需要了解其中的几只股票才能真正理解他的投资过程。这点是很难做到的，而且不是什么人都适合。这为“含糊账目”创造了巨大的空间。这就是为什么如果你仔细思考绝大多数的所谓“理论”，其实都是“屁股决定脑袋”。这一切背后的逻辑非常简单——如果它对我有利的话，它必然是对客户有利的。这也是为什么这个职业收入很高。凡是和“含糊账目”相关的行业，薪水总是很高。

我总是说，如果你真的对自己诚实，那么就把你从客户那里得到的每一块钱，想象成是来自你的父母，他们是中产阶级，一生都在努力工作，为了把你送到哈佛读书，他们把几乎所有的钱都花在了你的教育上，只剩下仅有的这一点钱。现在你从哈佛商学院毕业了，他们把钱托付给你，觉得你能够帮助他们增长一些财富。那你会怎么做？我不认为你会把他们的钱通

过交易亏掉。你会对受托人责任（Fiduciary Duty）的概念有不同的理解。你会对你做的事情更加专注。

你会从根本上思考每一块钱花费在哪里，它是如何支持社会和经济生活的基本方面。你会去寻找一个双赢的局面。你会花很长时间去耐心地研究一些事情，直到你确定自己可以对一家公司很多年以后的状况进行高准确概率的预测，特别是在股票价格下跌的情况下。如果在股票价格下跌的情况下你不会出现永久性亏损，那股票价格上升赚钱便是自然而然的事。你不会抱怨市场太疯狂，抱怨市场先生和每个人的神经质。不会。你只会说我不懂。你可以放心地说我不懂。我只懂一小部分，其余都是在我的能力圈之外的。只要我真正了解自己能力圈内的东西，我对能力圈外的东西一无所知也没关系。

顺便说一句，想要获得成功，你的能力圈里并不需要那么多东西，真的不需要。正如沃伦和查理所说，在他们五六十年的职业生涯中，如果把他们最成功的15个主意剔除，他们的业绩就会变得稀松平常。伯克希尔·哈撒韦的市值从一两千万美元，没有发行任何真正意义上的新股，现在到达5000亿美元。这15个主意可真是赚得盆满钵满！

再看看我自己。我从负数净值开始，现在可以说做得还不错，可以衣食无忧。同样的，我的成功可能也就是来自26年里不超过10个主意。所以你真的不需要那么多主意。但是，你要产生投资行动的主意必须是你真正理解的。大多数时候你不需要去投资，这是对知识诚实的真谛。能做到这点的人天生有一种特质，可以安心处在主流之外，处在舆论之外，可以忽略大众的意见。这种忽略不是说他人太疯狂，而是说“我不懂”。

说你不懂是没关系的。实际上，说数据可以预测任何证券交易却是危险的。什么是数据？数据是对过去发生的事情的记录。量化交易、AI交易声称数据是万能的，相当于说过去发生的事情可以万无一失地预测未来。这样的事发生过吗？我不这么认为。但重要的是，如果你花了这么多时间来理解一些事情，专注地研究它们，那么随着时间的累积你对这些事情的预测准确率会更高。在有较高概率成功而下行风险最低的情况下投资，那无论市场如何变化，你都可以安全地获得不错的回报。这就是大多数成功的价值投资者，或基本面投资者，不管你怎么称呼，他们一直在做的事情。不幸的是，这些人是极少数的存在。但这些少数的人很重要，因为他们代表了市场最初存在的原因。如果市场不是因为这个原因而存在，那么市场就只是个放大的赌场了。我不认为我们的社会需要那么大的赌场。你们觉得呢？现实生活中，我们花了这么多交易成本，只是为了买进卖出。如果为了赢钱进行短线交易，那么你基本上是在玩一个零和游戏，在一群固定的人中赢或输。它对社会、对人类这样的先进文明有什么益处？我不知道。这是一个很好的问题。

但如果你是一个基本面投资者，你支持一家值得你支持的公司，你了解的公司，你可以安全地预测这家公司随着时间的推移会变得更好、成长得更大，它的价值会增加，你可以按你投资的份额得到回报。这简直太棒了！它会带给你成就感。你所做的事对社会有益，对父母有益，对自己有益。

这就是我今天对基本面投资（价值投资）的“布道”！谢谢！

2018年3月24日

# 从外国投资人角度看中国经济的未来

## ——2019年1月在国际投资人会议上的主旨演讲

今天我想谈谈我们通常不谈论的话题。我们是自下而上的投资者，主要关注公司、估值、生意和行业。但在过去的几年里，特别是去年，很多人对中国宏观环境忧心忡忡，悲观情绪蔓延。我猜这也是在座有些人千里迢迢来到这儿的原因。所以我们今天就破例谈谈宏观环境。说到底，当我们投资一个国家的一家企业时，从某种意义而言，我们也是在投资这个国家。我们需要对这个国家有大致的了解。

另外需要说明的是，作为投资人，我们关注的是对未来大概率正确的预测。我们的分析尽量保持客观理性，摒弃任何意识形态及情感带来的偏见。我们要描述的是“真实”，而不是“理想”或“希望”。

下面是我今天演讲的提纲，分为五个部分：

一、中西方的历史文化差异；

二、中国的现代化历程及近40年的经济奇迹；

三、当前投资人尤其是海外投资人对中国的悲观情绪；

四、经济发展的三个不同阶段：今天中国与西方的位置；

五、中国经济的增长潜力。

首先我们会讨论中国和西方有何差异，各自有何独特之处，是什么原因导致了这些差异和独特之处。大多数西方人都是以西方眼光看中国，而大多数中国人都是以中国眼光看其他国家。这种差异性导致了许多迷茫和误解。如果你不了解中西方的历史差异和这些差异性的根源所在，你就无法真正深入理解并对它们的发展进行预测。第二部分，我们会简述中国的现代化历程，并解释近四十年中国经历的经济奇迹，即超长期的经济超高速增长。第三部分，我们会讨论今天投资人普遍关注的中国政治经济环境，当下这个时代到底有什么特征，意味着什么。第四部分，我们会讨论经济发展的三个不同阶段。最后，在这些讨论的基础之上，我们就可以估测未来5年、10年甚至20年中国经济的增长前景。

我知道这是一个很宏大的议程，涵盖了相当多领域。很抱歉因为时间关系我只能快速地过一遍，这种求快的方式与我们日常工作的方式可谓背道而驰。我的目的是给出一个大致的框架，帮助大家开始理解这些问题。今天讨论的大部分内容都是我过去40年思考的产物。我从少年时代就开始沉迷于思考其中的一些问题。如果想要更深入的讨论，我可以给大家提供更多参考资料。

## 一、中西方的历史文化差异

首先我们来讨论到底是什么原因导致了中国和西方的差异和独特之处。自古代社会直到近代，中国和西方，或者简单地说东西方，都被喜马拉雅山脉和广袤的蒙古草原分隔成两块，两者几乎没有什么交流。因此东西方文明各自独立地进行发展。一些偶然的历史事件让东西方分别在不同时期走上了不同的道路，因此他们也在对待事物的方式和建立的体系中体现出不同的倾向性。当然，中国人和西方人都是人类，都有人性共通之处。但他们产生了不同的发展走向，这是由于人性在不同的外界因素影响下展现出不同的方面所导致的。我会讲述一些导致了这些差异的基本事件，其中地理环境是最重要的原因。

先来看中国的地理环境。中国的西面是世界屋脊喜马拉雅山脉，一道人类几乎无法逾越的屏障，北面是辽阔、冰冷的蒙古大草原，东面和南面临海。非常有意思的是两条同样发源于喜马拉雅山的大河，长江和黄河，朝着同一个方向奔流入海。在人类发现美洲大陆以前，长江和黄河之间形成的这块冲积平原是地球上最肥沃、最广阔、最适合农耕的土地之一，可谓天赐之地。因此，农业很早就在这里萌芽。这两个大河道再加上一些支流，为平原上各个地区之间的交通提供了经济、便利的方式。所以只要某一个地方能聚集起足够大的力量，征服这一整片土地便不是难事。

农业文明的基础是光合作用，它把太阳能转化成农作物和可畜养动物，而动植物都依赖土地。这就意味着土地的大小决定了农业产出和所能负担的人口数量。在整个农业文明的历史中，土地的稀缺性是贯穿始终的主题。某个社会一旦拥有更多的土地，就会产生更多的人口，当人口多到一定程度，超过土地大小所能承载的极限，就会陷入马尔萨斯陷阱。战争、瘟疫、饥荒纷至沓来，人口急剧减少，又开始新一轮的循环。农业文明的经济是短缺经济，也即农业经济不足以维持人口的正常增长规模，在到达土地产出极限时，人类的总人口只能减少。减少的人口通常以民族、种族和国家划线。占据了最大片土地的族群通常能生存下来，而代价是其他族群的衰亡。农业文明中的战争通常是为了争夺更多土地。




图15 中国地势图

来源：中国地图出版社。

中华文明5000年历史上，这样的争战数不胜数。最终的胜者是那些发明出一种大规模动员人民的方式的社会，也就是政治组织形式比较完善的社会。人类非常有趣，既有高度的个体性，又有高度的社会性。在这点上，人类在所有物种中可谓独一无二。而中国人最先探索出一种大规模动员社会的方法。

大约2400年前，地处中国西边的一个小国——秦国实行了商鞅变法。商鞅变法的重要意义在于它掀起了社会组织方式的一场翻天覆地的创新革命。在此之前，因为人从动物进化而来，所以自然都是以血缘关系为核心来向外延伸人和人的关系。秦国首次打破了这种血缘关系，规定财产可以传代，但政治权力不可以传代。政治权力的分配仅以一代之内的功绩和能力为依据。在此之前的中国，以及一直到现代以前的西方，以血缘关系为基础的封建制度一直是主体。如果上一代封爵，子孙数代都可以封爵。政治权力是以血缘关系来分配和传承的，社会高度固化，很少有上下自由浮动的机会。

秦国的商鞅变法开创了任人唯贤的制度，根据功绩、学识和能力进行人才选择和政治权力分配。而且这种选择和分配只限于一代人之内。秦国这个小国，因其为社会中的每一个人提供了不论出身、可以靠自身努力获得政治权力的上升通道，因而动员起所有人的力量，最终征服了整个中华领土，建立起一个庞大的帝国。此后的200多年间，中国各朝各代都是以相似的方式组织社会，也因此在农业文明时代中国一直非常强大，其政治体系高度精密、完善。中国人在历史上首先发明了以贤能制为基础的官僚体制，在某种程度上这种传统今天仍在继续，吸引着最卓越、最聪明能干的人进入政府工作。西方在历史上则从未有过这样的传统。中国是最早发明政治贤能制（Political Meritocracy）的国家，从而得以释放出集体的巨大潜力。这一直也是中华文明的标识。

我们再来看西方，主要是欧洲，因为欧洲在现代史中的角色更为重要。欧洲的地理环境有一个重要的特征，就是布满了许多流向纷乱的小河流。欧洲整个区域并不大，却被山脉和复杂的河道分割成许多小块，易守难攻。再加上大部分历史时期内，欧洲仍被浓密的原始森林所覆盖。因此，在罗马帝国时期，欧洲几乎还处在荒蛮时代。直至西罗马帝国灭亡，原始森林被慢慢砍伐，农业才开始蓬勃发展。但因地理条件所限，欧洲的土地无法支撑一个统一的大帝国，以至于罗马帝国之后所有重新统一欧洲的努力皆以失败告终。要管理好所有这些小国，只需依靠以国王和贵族为核心的血缘关系和国与国之间的血缘、地缘关系便足够了。所有政治权力都是可遗传的。因此，在现代以前，西方的政治权力从未像中国那样向着平等主义、任人唯贤的方向发展。




图16 欧洲地势图

来源：中国地图出版社。

然而，西方在地理上有一项决定性的优势，这一优势在近代500年的历史中被证明是非常关键的。为了理解这一优势，我们先看一下欧洲和中国与美洲之间的距离（图17）。图17中的左右两张图片不是完全比例一致的，但我们大致可以看出欧洲和中国与美洲之间的距离差异之大。欧洲和美洲之间的距离约为3000英里，中国和美洲之间的距离约为6000英里。再考虑到洋流的因素，中国和美洲之间的距离实际上远大于6000英里。因此，当欧洲的商人开始航海时，他们到达和发现美洲大陆的概率要远高于中国的商人。在现代科技文明出现以前，想从中国航海到达美洲简直是天方夜谭。郑和下的只能是“西洋”，而不是“东洋”。而从欧洲航海到达美洲却是完全有可能的。这就是为什么欧洲人“偶然”发现了美洲大陆，这一偶然之中蕴含了地理位置优势之必然。

这次地理大发现的意义非比寻常。首先，欧洲人借此暂时逃脱了马尔萨斯陷阱，因为北美洲的土地比长江和黄河之间的冲积平原更广阔、更肥沃。由于北美农业的自然禀赋（主要是指农业所需要的原生动植物物种）过于贫乏，而且在地理上与欧亚大陆自冰川纪后就一直处于隔绝状态，因此农业还未得到发展，所以这一区域人口稀少、文明极其落后。欧洲人踏上美洲大陆后，轻而易举就征服了本地的原住民，其中绝大部分原住民死于欧洲人带去的病菌。忽然之间，欧洲继承了一块巨大的、肥沃的土地，几乎可以支持无限多的人口，由此得以在跨大西洋领域内形成了持续数百年的自由贸易与经济繁荣。当然，如果人口一直增长下去，土地最终也将无法支持，还是会陷入马尔萨斯陷阱。但在此之前，另一重大事件发生了。新一轮的持续经济增长同时引爆了社会思想和自然科学两个领域的剧变，最终导致了启蒙运动和伟大的科学革命。此后，自由市场经济与现代科技的结合引发了文明范式的转变，真正将人类文明带入了全新的阶段。这个时代的定义是持续的、复利式的、无限的经济增长。这种现象在人类历史上前所未有。







**图17 欧洲和中国与美洲之间的距离**

来源：Encyclopaedia Britannica, Inc. 2012.

如前所述，农业文明是由光合作用原理决定的，光合作用对能量转换的极限受制于土地的大小。土地的大小有自然的上限，因此农业文明的经济是短缺经济。而以现代科学技术为基础的文明能够释放出持续的、复利式的经济增长的动力，将农业时代的短缺经济转变为富足经济。这种区别是划时代的。

这种新制度是经济贤能制（Economic Meritocracy）的结果。在欧洲，人们忽然发现，无论你是谁，出身如何，你在经济层面上有了自由上升的通道，可以通过努力飞黄腾达。这种体系有助于释放个人和小集体（公司）的潜力，它吸引着人性的另一个方面，即个体性力量的释放。这是过去几百年间的现代史上才发生的现象，欧洲（西方）分裂的小诸侯国及美洲大陆上特别是北美的小殖民国，正是形成这种新文明的政治、地理土壤，而在西方个体和小集体的强大是现代文明的产物。

这就是为什么西方看中国、中国看西方时，都常常不得其法。他们总是从自己的偏见和自身的成功经验出发。例如，西方是因为个体和小集体（公司）的力量而成功的，他们对政府的干预就不免总有深入骨髓的怀疑。所以我今天演讲的第一部分就是要给大家做好铺垫，讲述一下中西方之间这些有着长期历史渊源的、深刻的、根本性的差异。

## 二、中国的现代化历程及近四十年的经济奇迹

1840年，中国和现代的西方以鸦片战争的形式相遇了，中国被迫开放通商口岸，同时也不得不面对残酷的现实——当他们还沉浸在农业文明时期的辉煌中时，已经完全错过了工业革命和科技文明。西方已经在这个过程中先行了几百年。此后的100多年里，中国在半殖民地状态下跌跌撞撞、举步维艰。1949年，中国在共产党的领导下重新建立起统一的国家，在开始阶段走上了计划经济的道路，至少部分原因是计划经济的特点与中国人组织集体、释放集体潜力的本能恰好吻合。对中国政府来说，这也是很自然的选择。当一个国家选择自己的命运和发展道路时，会受到根深蒂固的历史偏见的影响。后来计划经济的结果如何，大家也都知道了。

1978年，邓小平上台，那时他并不知道带领中国走向繁荣的正确路线是什么。但邓小平有一个非常实际的观察。据其翻译李慎之在回忆录中所述，邓小平曾告诉李慎之，据他观察，二战后凡是与美国好的国家都富了，凡是与苏联好的国家都变得非常贫穷。这是邓小平在1978年第一次访美时告诉李慎之的。此次访美后，在吉米·卡特（Jimmy Carter）总统当政时中美建立了外交关系。从此，邓小平冲破中国传统历史偏见的藩篱，转而学习

美国的道路，开始倡导市场经济，开放国门，如饥似渴地向美国及西方学习现代科学技术及市场经济道路。

自此，我们见证了中国近40年的经济超高速增长。图15显示了中国1978年到2018年通货膨胀调整后的实际经济增长率。这40年的复合增长率平均约为9.4%。按实际价值计算，中国40年来国内生产总值翻了37倍。这个世界第一人口大国实现了超长时期内经济持续超高速的增长，这绝对是一个奇迹，是史无前例的。

现在我们来解释一下这40年超级增长的原因。首先是一些常规的解释。邓小平的改革开放政策让中国人真切地观察到美国的成功，也即西方成功的一个典范。在中国实行开放政策的时候，美国相对来说还非常自信、胸怀宽广，愿意帮助中国。美国愿意帮助中国，首先是因为两者同为反对苏联的盟友，其次美国还带有一种传教士般的热情，想引领中国走入现代化，这也是美国一贯以来的历史。另外，当时的世界大环境比较和平，美国的消费也为中国的经济增长助力，世界处于大规模全球化的进程中，中国加入了WTO等等。中国的经济增长离不开这些顺风车。另外因为中国曾经太落后，要奋起直追，所以通过借鉴他国成功经验，谨慎规划未来的道路，总体来说规划得更好。中国人还有努力工作、重视教育、富有创业精神等文化传统。之前几十年的经历促使他们更加珍惜改革开放政策带来的机会去努力工作。在人口方面，通过全球化、加入WTO，中国数亿年轻劳动力得以迅速融入全球经济。这些年轻人在很短的时间内就能创造出巨大的产出。而恰好这些产出还能被全世界吸收。所有这些因素都在一定程度上解释了中国几十年的高速增长，但它们还不是全部。

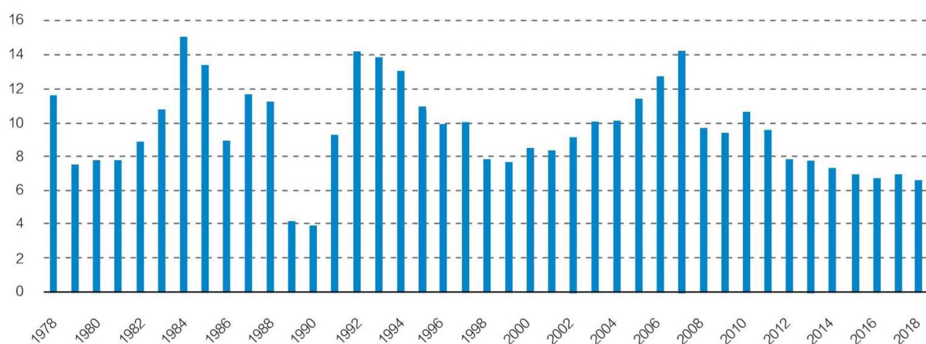



**图18 中国1978年到2018年通货膨胀调整后的实际经济增长率**

来源：世界银行。

下面我来谈谈非常规的解释。首先，现代文明的本质并非政治制度，而是自由市场经济与现代科学技术的结合。中国人已经在各种不同的方向上跌跌撞撞地走了150多年，直到1978年他们才真正达到了这种结合。那时，中国已经存在一个潜在的统一市场，还有着统一、稳定的政治环境。一旦真正开始接受现代文明的精髓，中国就像其他现代国家一样开始蓬勃发展。历史上其他国家的经济起飞也是遵循相同的道路。国际上最流行的一种观念认为政治民主是实现现代化的必要条件，但中国的成功恰恰是一个反例。政治民主并不是现代化的先决条件。

另一个原因是中国的独特政治经济体系，也被一些学者称为“三合一市场机制”。我们在第一部分说过，中国人最早探索出通过政治贤能制来释放集体力量和潜力的方法。在过去的40年里，中国又通过组织市场经济的独特方式将这一历史传统发挥得淋漓尽致。所谓“三合一市场机制”，就是中央政府、地方政府和企业之间的密切合作。中央政府制定战略，提供资源支持，调节经济周期——这一点和美国联邦政府相似。中国的独特之处在于地方政府之间的竞争。中国地方政府的行为更像是企业行为，这些“公司式地方政府”为真正的商业公司提供总部式服务。如果公司去某地投资设厂，当地政府可以为它们提供土地，修路造桥，组织劳动力，改变税收制度，甚至可以购买公司生产出的第一批产品。地方政府竭尽所能帮助公司在当地落脚并取得成功。公司只需要牢牢抓住市场机遇。作为交换，公司大量雇佣本土劳工，贡献GDP，并向地方政府支付税收，但从某种意义上说，这更像是支付租金，因为相当于租用了一个现成的公司总部。与此同时，不同的地方政府相互竞争，为商业公司提供更好的服务，和中央政府一起促成了经济的长期增长。从图18中可以看出，多年来中国经济增长率的起伏非常小。这种独特的模式在超长的时间内产生了超高的增长率，且周期性变化非常小。当然周期性变化很小也离不开温和的国际环境和开放的自由交易系统。

然而最近几年，情况发生了变化。首先，当地方政府像企业一样提供商业服务时，它们会要求租金，有些官员甚至会以权谋私，要求企业直接把租金支付给个人。因此，这种模式在创造了超高速经济增长的同时，也催生了严重的贪腐、寻租、环境污染恶化、不同地区之间的恶性竞争、不可持续的贫富分化，和高度依赖债务的经济，因为债务是中央政府用来缓和经济周期起伏的主要方式之一。这些是三合一市场机制的缺点。

在此期间，国际环境也发生了变化。当中国成为世界第二大经济体、世界上最大的贸易国和最大的工业国时，其他国家和地区的经济没有达到9%的增速来适应这么多的产出。此外，全球化的结果之一是，那些原本发达的工业大国正在失去其工业上的优势基础。而全球化为发达国家带来的好处又集中地过度分配给了科技与金融领域中的精英们，贫富分化日益严

重，中产阶级的生活水平停滞不前。于是反全球化运动和各种民粹主义政治运动开始聚集力量。

在中国经济持续增长了40年后，它的独特发展模式也遇到了困难。

## 三、当前投资人尤其是海外投资人对中国的悲观情绪

十八大以来，中国政府发起了一场可能是最全面、最持久的反腐运动，这场运动持续了整整6年多，至今还在进行。政府发布了一系列改革计划，同时推行两个并行的政策目标。一个目标是通过全面从严治党来加强对整个国家社会的掌控；另一个目标是同时为中国继续创造中高速（相对于超高速）的、可持续的经济增长。

但大多数人都把问题的重点放在了第一个目标，因为它带来的变化很大，影响到了所有官僚机构，影响到了所有知识分子、商人，也影响到了每个公民。在过去一段时间内，很多人都感到难以适应。它导致了某些政府官员的不作为和乱作为，甚至使部分企业和消费者对未来失去了信心，金融市场大幅下跌。这就是2018年中国接二连三产生"黑天鹅事件"的背景。

中美贸易战在这个时期爆发无异于雪上加霜。国际上，新一轮"中国即将崩塌"的理论又开始流行。这句话最早出自章家敦（Gordon Chang）2001年所写的《中国即将崩塌》（*The Coming Collapse of China*）。这句预言此后多次兴盛，每过几年都会被外国知名报刊杂志、企业家和政客一再重提。在中国国内，持这一观点的也不乏其人。最近我们又迎来了新一波的悲观情绪，出现对中国即将崩塌的新一轮预测。持这一观点的人怀疑全面从严治党政策的最终目标，甚至怀疑政府推动市场经济改革发展的决心，这是否预示着中国超高速增长的终结？

但是反过来想，加强党的领导也带来了更加稳定的政府、稳定的国家，和稳定、持续、共同、单一的大市场。反腐运动还有效地遏制了贪腐和寻租行为，将一些根深蒂固的利益集团连根拔除，从而使一些原本很难推行的经济改革成为可能。我们还看到中国对技术、教育、环境都在持续地加大投资，中国经济也在从出口和投资导向向最终消费导向转型。这几年，我们看到了社会的很多变化，在某些方面，舆论空间收窄，但在另一些方面，这些政策也卓有成效，比如扶贫、环保等，效果可以说立竿见影。这就是这几年中国国内环境发生的变化。

国际上，我们再谈谈贸易战，很多人问到这场贸易战是否预示着中国增长周期的终止。我们来看一下数据。图16显示的是中国商品及服务净出口占国内生产总值的百分比，它的计算公式是用商品及服务的出口值减去商品及服务的进口值，再除以国内生产总值。历史上的一些时期，中国的净出

口曾经非常高，接近国内生产总值的9%。也曾经低到-4%。但在过去的5年里，中国的净出口平均值在2%左右。

再看下图20，你就会明白近些年来国际贸易对中国经济增长影响力的变化了。图20显示的是2003年以来最终消费、投资和商品及服务净出口对中国国内生产总值增长的贡献率。十几年前，净出口对中国GDP的贡献很大，2008年和2009年开始下降（当时中国是支撑全球其他经济体的主要进口国）。过去5年，最终消费的贡献在持续增长，资本形成总额（即投资）相对降低，而净出口显著降低，换句话说，中国经济对国外市场的依赖性显著降低。中国供给侧的经济改革产生了实际的成效。笼罩在林林种种的担忧、恐惧、抱怨和预言中，中国经济实际上正在悄然发生变化，2018年最终消费对GDP增长的贡献率达到76.2%，资本形成总额贡献率32.4%，货物和服务净出口贡献率为-8.6%[1]。中美贸易冲突固然会对中国经济造成损害和诸多负面影响，但是已不足以阻止中国经济的持续增长。




图19 中国**1960—2017**年商品及服务净出口占国内生产总值的百分比

来源：世界银行（1960—2017年数据）。

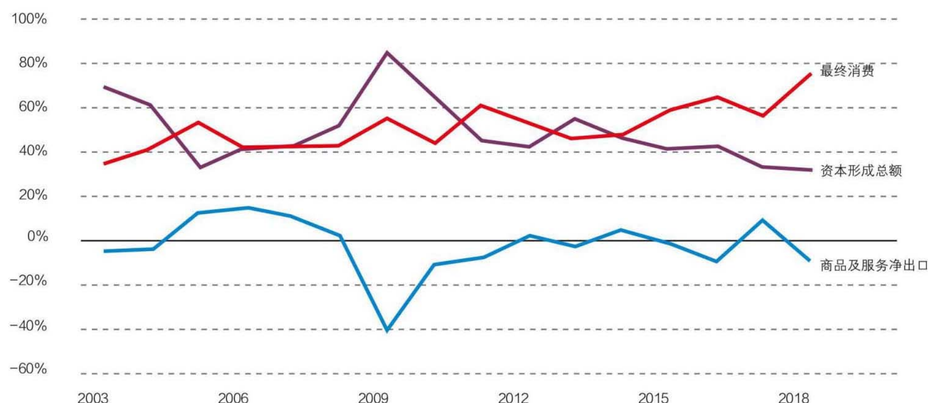



**图20 中国2003—2018年最终消费、投资和商品及服务净出口对GDP增长的贡献率**

图表来源：CEIC Data.

## 四、经济发展的三个不同阶段：今天中国与西方的位置

在发展经济学中，刘易斯拐点是一个重要的概念。在工业化早期，农村的剩余劳动人口不断被吸引到城市工业中，但是随着工业发展到一定的规模之后，农村剩余劳动人口从过剩变到短缺——这个拐点就被称为刘易斯拐点。这一观察最早由英国经济学家威廉·阿瑟·刘易斯（W. Arthur Lewis）在50年代提出。

在刘易斯拐点到来之前，也即早期城镇工业化过程中，资本拥有绝对的掌控力，劳工一般很难有定价权和讨价还价的能力，但是因为农村里有很多剩余人口，找工作的人很多，企业自然就会剥削工人。

过了刘易斯拐点之后，进入到经济发展的成熟阶段，这时候企业需要通过提高对生产设备的投资以提高产出，同时迎合满足雇员的需求，增加工资，改善工作环境和生产设备等等。在这个时期，因为劳动人口已经开始短缺，经济发展会导致工资水平不断上升，工资上升又引起消费水平上升，储蓄水平和投资水平也会上升，这样公司的利润也会上升，形成了一个互相作用、向上的正向循环。这个阶段中，几乎社会中的每个人都能享受到经济发展的成果，同时会形成一个以中产阶级为主的消费社会，整个国家进入经济发展的黄金时期。所以这个阶段也被称为黄金时代。

今天的经济是一个全球化的经济。当黄金状态持续一段时间，工资增长到一定水平后，对企业来说，在海外其他新兴经济中生产会变得更有吸引

力。此时企业开始慢慢将投资转移到发展中国家，这些发展中国家开始进入自己的工业化过程。如果这种情况在本国大规模发生，本国投资就会减少，本国的劳工，尤其是那些低技能劳工的工资水平会停止上升甚至下降。这一阶段，经济仍然在发展，但是经济发展的成果对社会中的各个阶层已经不再均衡。劳工需要靠自己生存。那些技术含量比较高的工作，比如科学技术、金融、国际市场类的工作回报会很高，资本的海外回报也会很高。但是社会的总体工资水平会停滞不前，国内投资机会大大减少。美籍经济学家辜朝明（Richard Koo）先生称这一阶段为后刘易斯拐点的被追赶阶段。

今天主要的西方国家大概都在70年代慢慢进入了上述的第三个阶段（被追赶阶段）。而作为曾经在追赶中的新兴国家，例如日本也在90年代以后开始进入了被追赶阶段。对中国来说，虽然不同观察者提出的具体时间不同，但大体上中国应该是在过去几年中已经越过了刘易斯拐点，开始进入到成熟的经济发展状态。如下面几张图所示，中国近些年的工资水平、消费水平、投资水平都开始呈现出加速增长的趋势。

在经济发展的不同阶段，政府的宏观政策会有不同的功用。在早期工业化过程中，政府的财政政策会发挥巨大的作用，投资基础设施、资源、出口相关服务等都有助于新兴国家迅速进入工业化状态。进入到后刘易斯拐点的成熟阶段以后，经济发展主要依靠国内消费，处在市场前沿的私人部门企业家更能把握市场瞬息万变的商机。此时依靠财政政策的进一步投资就开始和私营部门的投资互相冲突、互相竞争资源。这一时期，货币政策更能有效地调动私营部门的积极性，促进经济发展。到了被追赶阶段，因为国内投资环境恶化，投资机会减少，私营部门因海外投资收益更高，而不愿意投资国内。此时政府的财政政策又变得更为重要，它可以弥补国内的私营部门投资不足，居民储蓄过多而消费不足。反而货币政策在这一阶段会常常失灵。

但是因为政府的惯性比较强，所以常常当经济发展阶段发生变化时，政策的执行仍然停留在上一个发展阶段的成功经验中。比如说，在今天的西方，宏观政策还是主要依靠在黄金时代比较有效的货币政策，但从实际的结果来看，这些政策有效性很低，以至于到今天很多西方国家，尤其是欧洲和日本在货币超发、零利率甚至负利率的情况下，通货膨胀率还仍然很低，经济增长仍然极其缓慢。同样地，当中国经济已经开始进入到后刘易斯拐点的成熟阶段后，政府的财政政策还是很强势，政府对货币政策的使用仍然相对较弱。过去几年，私营企业在一定程度上受到各种财政政策和国企的挤压，在某些领域空间有缩窄的趋势。这些宏观政策和经济发展阶段错位的现象在各个国家各个阶段都有发生。

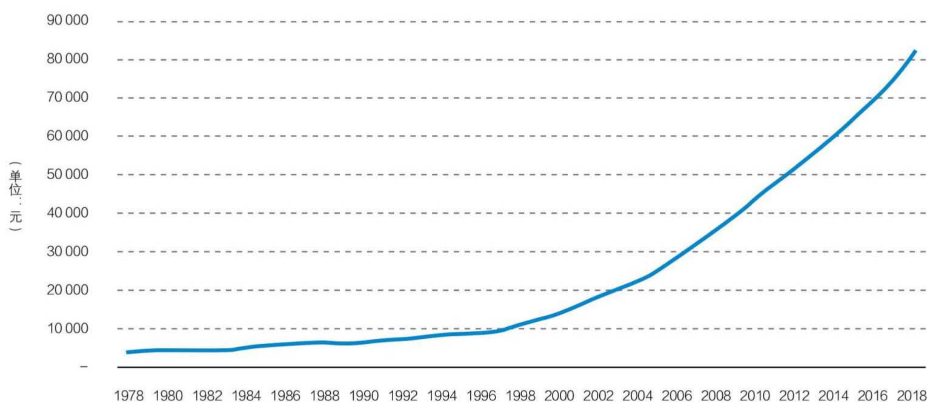



图**21** 城镇单位就业人员平均工资

来源：国家统计局，人民银行（已调整价格因素）。

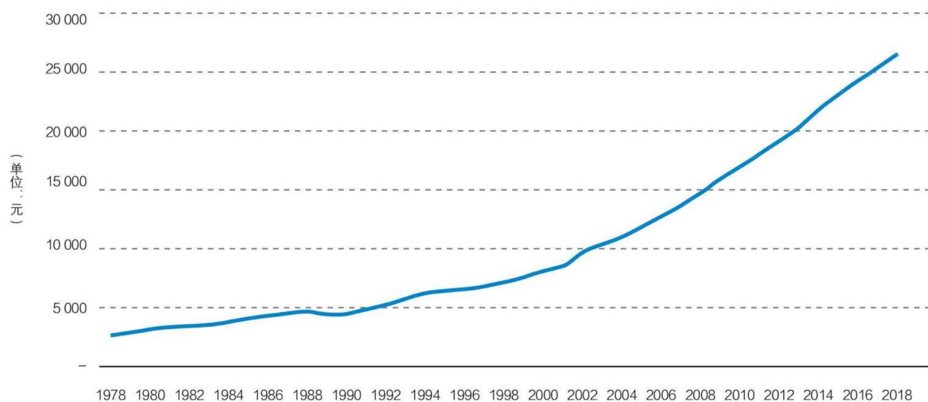



图**22** 城镇居民家庭人均消费支出

来源：国家统计局，人民银行（已调整价格因素）。

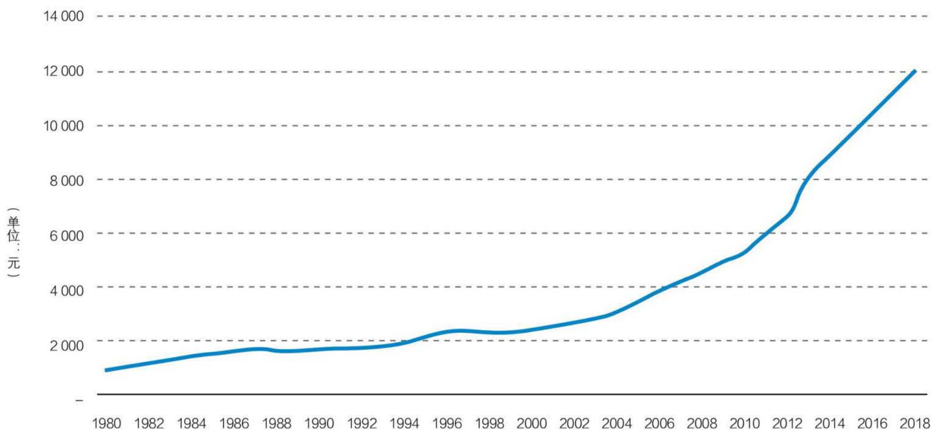



图23 农村居民家庭人均消费支出

来源：国家统计局，人民银行（已调整价格因素）。

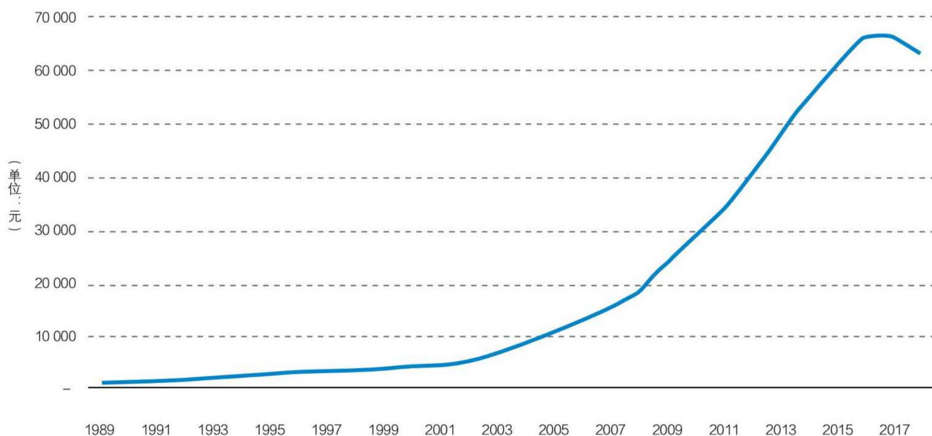



图24 固定资产投资（不含农户）

来源：国家统计局，人民银行（已调整价格因素）。

然而不容否认，中国仍然处于经济发展的黄金时代，对西方发达国家仍然有成本优势，而后面的其他新兴发展中国家（如印度等）还没有形成系统性的竞争优势。今后若干年，中国的工资水平、储蓄水平、投资水平和消

费水平还会呈现相互追赶的、螺旋上升的状态，处在一个互相促进的正向循环中，投资机会仍然非常丰富、优异。如果政府能在这一阶段中运用更多的宏观货币政策，支持私营企业，对于这一阶段的经济发展将会大有益处。

## 五、中国经济的增长潜力

有了以上基础，我们就可以尝试着回答这个问题：该如何估测未来5年、10年、15年、20年甚至更长期的中国经济增长潜力？我想从五个方面来回答这个问题。

1.首先，如前所述，现代文明的基础是现代科技和自由市场经济的结合，与政治组织方式关系不大。而技术密度却与经济增长直接相关。考虑到中国的高等教育现状，考虑到中国的人均GDP和人均研发费用时，你就会发现中国潜力很大。中国去年毕业了750万大学生，其中470万是STEM专业[2]。对比之下，美国大学STEM专业的毕业生人数，在大约50万左右，只有中国的十分之一，2年后，中国预计总共会有近2亿大学生，已经接近整个美国的工作人口。中国即将享受到巨大的工程师红利。类似的情况发生在1978年初，当时来自中国农村的数亿年轻人搬迁到大城市，不管工作难易，薪水高低，他们都愿意全力去打拼。中国这几十年的经济起飞正是得利于劳动力红利以及全球化带来的工作机会。

今天我们即将迎来工程师红利的时代，享受工程师红利带来的经济转型升级和富足社会。华为就是一个很好的例子，他们雇佣了约15万名工程师，这些工程师都至少拥有工程学学士学位，其中大多数还有硕士以上学位。华为支付给他们的工资报酬大概只相当于西雅图或旧金山硅谷同等职位的一小部分，但华为的工程师都以刻苦敬业闻名于行业。他们的聪明程度、所受的专业训练绝不亚于那些西雅图或旧金山硅谷的工程师。中国即将释放出的竞争潜力就在于此。

我们进一步讨论工程师红利的问题。图25中显示的是一些国家、地区人均GDP和研发支出占GDP的比例。2017年，中国人均GDP接近9000美元（2018年中国人均GDP已接近10000美元）。就人均GDP而言，中国与巴西、墨西哥和泰国相当。但中国的研发支出所占GDP的比例要远高于这些国家，达到2.13%。相比之下，巴西为1.27%，泰国为0.78%，而墨西哥只有0.49%。中国研发支出占GDP的比例甚至比西班牙、葡萄牙这些国家都高。西班牙的人均GDP是中国的3倍，葡萄牙的人均GDP是中国的2倍。也就是说，中国的研发支出占GDP的比例高出了那些人均GDP是其2倍、3倍的国家，而且远远高出那些和中国拥有同等水平人均GDP的国家。

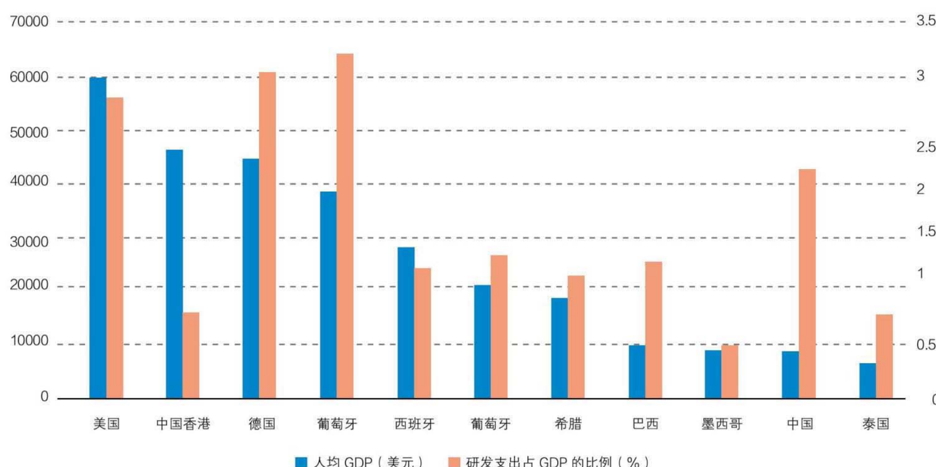



图25 不同国家（地区）人均GDP和人均研发支出对比

来源：世界银行。人均GDP为2017年名义美元数据。研发支出占比数据除巴西、墨西哥、泰国为2016年数据以外，其他国家为2017年数据。

2.那么如何释放中国人均GDP的潜能呢？城市化率是另一个重要因素。所有那些人均GDP较高且研发支出较高的国家的城市化率都在70%左右，而今天中国的城市化率仅有55%。而且这个数字还有些夸大了，因为其中包括了1.8亿农民工，这些农民工虽然在城市生活，但没有城市户口。只有那些有户口的人才有权享受一系列社会福利，包括教育、退休和医疗福利。有了这些保障后，减少了后顾之忧，人们才会更愿意去消费。因此，这1.8亿农民工并不是城市生活的完全参与者。更不用提那些完全生活在城市之外的45%农村人口了。

然而，中国政府计划在未来20年内将以每年1%的速度开展城市化进程，这意味着在未来20年内，大约有3亿人成为新的消费者。这正是参与城市化进程的全部意义所在——成为消费者。一旦你真正加入城市生活，有了基本的社会保障，你就会像身边的所有公民一样开始消费，开始赚钱，开始进入到经济循环中去。结果就是可持续的经济增长。

3.另一个问题是：中国是否有足够资金来支持城市化、支持建设、支持制造业升级？恰巧中国还有另一个特征可以为此助力。如图26所示，这是中国从1952年到2017年的国民储蓄率。即使在改革开放前，中国的储蓄率也一直居高不下。非常有趣的是近年来消费水平大幅上涨的同时，储蓄率也在升高。去年，中国作为世界第二大经济体，其储蓄率仍高达45%。高

储蓄率就是支持进一步消费和投资的资源。

高储蓄率还能解决让许多人担忧的一件事——高债务水平。中国的债务水平自2008年以来一直不断升高，当时中国为应对美国次贷危机引发的全球经济大衰退开始持续大量投资，主要通过发行货币，依靠债务融资。传统上，中国社会融资主要来自银行债务，比例有时可高达80-90%。股票市场及股权融资占整体融资比例很低。但无论是债务还是股票，它们的来源都是一样的，它们不是从美国或任何其他国家来的，而是直接来自于本国储户。几乎所有中国债务的债主都是中国人自己，并以本币发行。所以尽管债务占比较高，但是因此引发金融危机的可能性至少目前并不高。

下一步中国政府想做的就是通过资本市场改革从根本上改变中国的融资结构，大大增加股权的权重，减少债务所占比例。就在昨天，我们看到了中国将在沪市推出“科创板”的新闻。“科创板”会采用与美国相同的模式，即以信息披露为基础的注册制资本发行，而非以前的审批制。这意味着任何想要上市的公司，都可以在较短的时间内，以较为自由的方式进入资本市场，以自由竞争方式获取资本。当然政府会在事后对其进行监控。这一模式和美国是相同的。从注册制改革开始，中国会慢慢调整社会融资结构，将银行债务从80-90%的高比例逐步调低。一个复杂成熟的经济体是不应该有这么高的银行债务比例的。因此，资本市场改革将成为解锁高债务比问题和提高融资效率的关键。

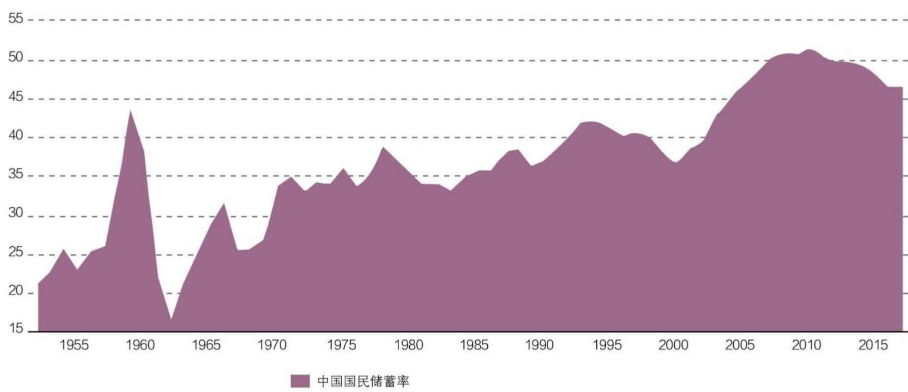



**图26 中国1952—2017年国民储蓄率**

来源：CEIC DATA.

但中国可以不依赖于外国资本。资本可以直接取自本国的储蓄。在中国家

庭变得富裕时，储蓄率还一直保持在较高水平，这是中国文化的产物。图26明确地显示出中国人还不满足，他们想要投资更多，他们不想坐吃山空。如果中国资本市场改革能够将这种欲求转化成有效的投资，通过对教育、技术的持续投资实现经济的转型升级，从而实现经济增长、个人财富增长、消费升级、投资增加的持续正向循环，就能实现中国经济的长期可持续增长。

4.理解中国经济未来的另一个维度是中国政府在处理重大问题、危机时的灵活性和实用性。今天中国政府的两个目标，即全面从严治党治国与保持经济中高速可持续增长之间既统一又有一定矛盾，有时处理得不好甚至可能演化成危机。但是在应对危机时，我们也看到中国政府表现出足够的弹性和实用主义精神，可以在两大目标中调整轻重缓急。比如中国政府在中美贸易冲突问题上已经调整了与美国谈判的策略，也改变了之前对私营企业家的一些处理方式和对私营企业的借贷政策，尤其是在证券市场暴跌中对私营企业金融股权的处理等等。当然，已经造成的损失难以逆转，伤口愈合也需要一定时间。

另外，全面从严治党治国的结果可能是政治愈发稳定而非相反，这一点可能会让同情西方模型的国内、国外观察家感到难以理解、难以接受。但是现实确实如此，过去和当代也都有很多案例可以佐证。在这种情况下，人们会想方设法进行适应性调整。无论人们对今天的局面有多少不满，大多数人并不愿意离开中国。他们既带不走财富，更带不走事业。随着政策改善，时间推移，一切又回归常态。商人会继续经营生意。这些财富不会从中国流走，生产性资产不会丢失。社会上的大多数人，甚至包括中国政府，都会学着去调整。如果中国政府都具有灵活性和适应性，我想整个中国社会必然也是灵活的、具有适应性的。当矛盾爆发时，我们会看到两个目标之间的优先顺序不断地切换。只要政府不改变经济改革发展目标，中国经济就会在一个稳定单一的大市场中持续发展下去。

5.那么在现有的政治经济模式下，中国经济还能走多远呢？当然没有人能够对此作出确切的回答。所以，要预测中国经济的未来，最好参考一下以类似政治、文化组织起来的国家的发展经验。

东亚同样受儒教影响的国家、地区，比如日本、韩国、新加坡、中国香港、中国台湾，尽管无论是政府管控程度还是人口数量上都与中国有很大不同，他们的发展历程仍对预测中国经济前景具有启发意义。

日本在1962年首次达到10,000美元人均GDP水平（2010年不变价美元）。随后的24年里，其GDP平均复合增长率约为6.1%，一直持续到30,000美元人均GDP水平（图27）。然后增长率开始放缓。韩国在1993年突破了10,000美元大关。随后24年，GDP平均复合增长率为4.7%，直

至达到25,000美元以上（图28）。新加坡的复合增长率高达8.2%，并在较短的时间内从人均10,000美元一直增长到30,000美元（图29）。中国香港也是类似，有28年10%的增长率（图30）。当然，新加坡和香港都是很小的经济体，因此不太具有可比性。韩国和日本的数据更具预测性。他们在政治上的组织方式和中国类似，也和中国一样重视教育、技术、产业升级并且强调国内消费，日本尤其如此。韩国的经济仍然非常依赖外国。但他们都多多少少转移了一些重心到消费上。

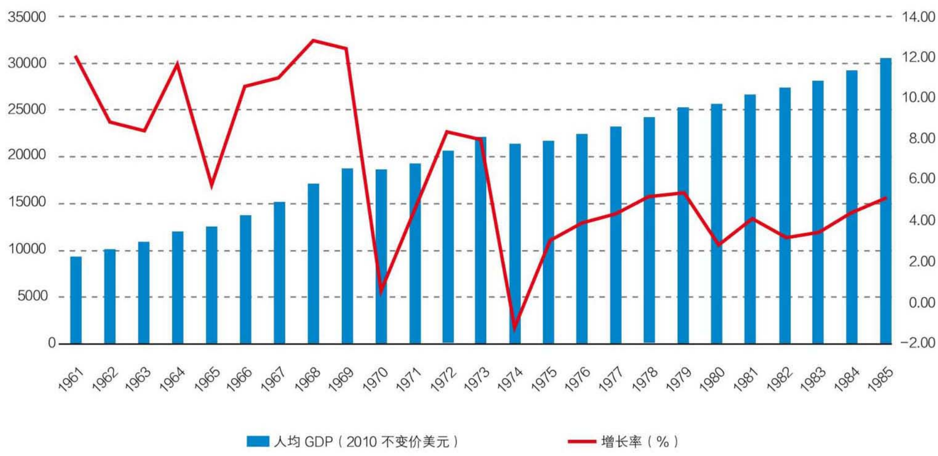



图27 日本1961—1985年经济增长率及人均GDP（2010不变价美元）

来源：世界银行。

这些东亚儒教国家的经历可以帮助我们估测中国的增长潜力很有帮助。大家都相信贤能制（Meritocracy）的文化，都有很高的储蓄率，重视教育、科技，在到达10,000美元人均GDP时还表现出强烈的企图心，而且他们大多数在社会组织方式上也和中国有类似之处，在经济上政府都扮演着比西方国家更重要的角色。中国社会很有可能会走出类似的轨迹。

但我们是自下而上的投资者。我们的投资一般不受整体宏观环境的影响。今天我们之所以要讨论这些问题，是因为我们所投资的公司在某种程度上与它们所在国家的命运也是息息相关的。所以我们要对这个国家有一个粗略的认知。这种认知不一定要非常精确，也不需要时时正确。我们只需要对所投注的国家未来20年或30年的情况有个大致的推测。这就是为什么我们要做这些分析，为什么我们要思考这些问题。

我们已经讨论了许多不同的方面，来帮助你更加公允、客观地了解大局。

所以下次你们看到美国的知名报刊谈论到中国时，别忘了他们的固有偏见。这些偏见来自于他们自己的经历和成功经验。他们倾向于由此去评判那些和自己不同的东西。当你看到中国对某个问题做出回应时，通常也是源于他们自己的经历、自己的成功经验和自己的偏见。你要有拨云见日的能力。

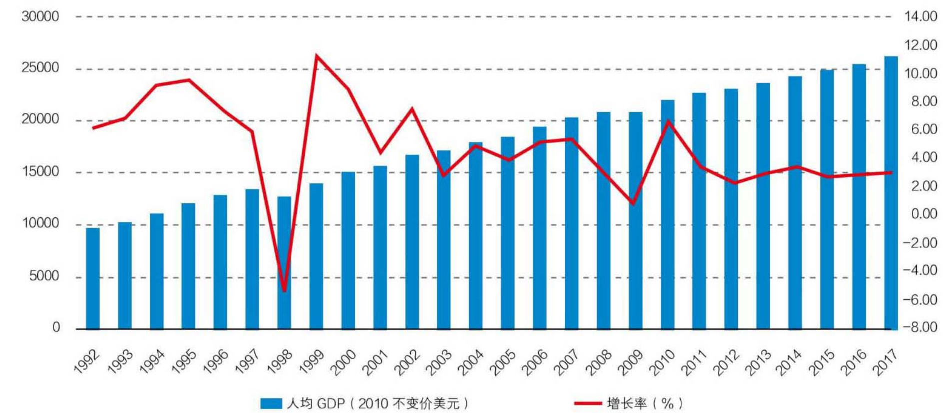



**图28 韩国1992—2017年经济增长率及人均GDP（2010不变价美元）**

来源：世界银行。

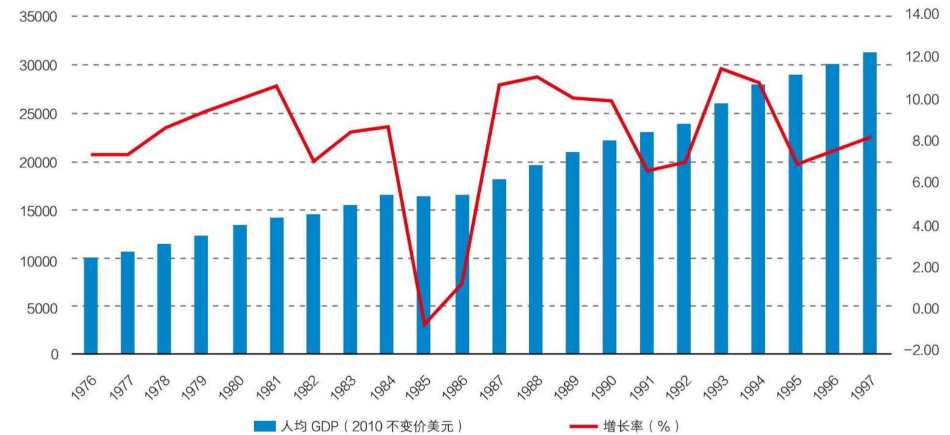



**图29 新加坡1976—1997年经济增长率及人均GDP（2010不变价美元）**

来源：世界银行。

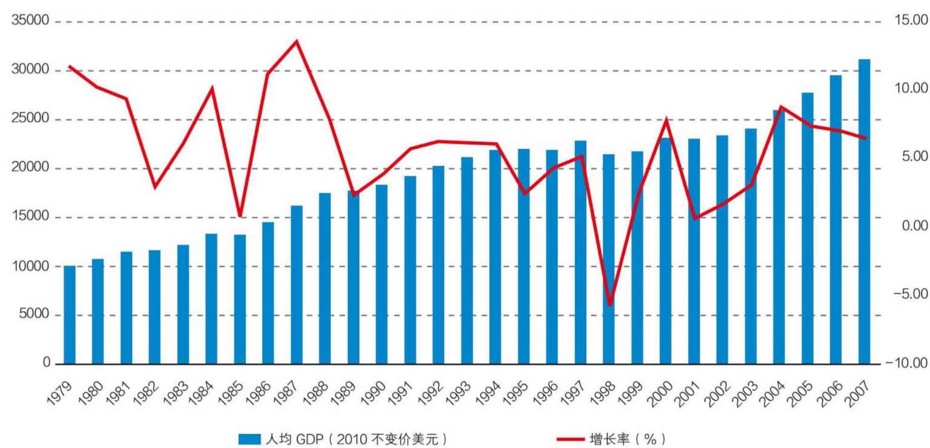



**图30 中国香港1979—2007年经济增长率及人均GDP（2010年不变价美元）**

来源：世界银行。

最后总结一下，地理位置的不同决定了中国和西方的发展走出了不同的道路，政府在两种文化中扮演了非常不同的角色。中国在历史上发明了政治上的贤能制，使得中国在农业文明时期的绝大部分时间领先于欧洲。同样，也是地理因素帮助欧洲最先发现了新大陆，并促使西方发明了经济上的贤能制，从而把人类带入了新的现代文明。

经过了100多年的挫折，中国终于在过去40年里发现了现代文明的精髓，也即现代科技和市场经济的结合，从而在40年中创造出超长期的、高速的经济增长奇迹，而这其中中国独特的文化和社会治理优势也不可或缺。在今天的环境下，执政党和政府对于社会的管控更加严格，但是社会治理的根本目标并未发生变化，就是要在未来几十年里继续为中国创造一个可持续的中高速经济增长。尽管和美国的贸易冲突加大了国际经济的不确定性，但是今天中国已经不再是一个完全依赖出口的国家，而正在迅速成长为世界上增长速度最快的进口大国。中国和美国出于对各自自身利益的考虑，极有可能会在贸易和经济的一系列问题上形成妥协。今天的中国已经通过了刘易斯拐点，进入到了经济发展成熟的黄金期，工资水平、消费水平、储蓄和投资水平，都进入了互相追赶式的螺旋增长，为创造中产阶级消费社会提供了良好的环境。中国的文化和国策使它有可能避免中等收入

陷阱，而进入到高度发达国家的行列，这其中有各种因素的作用。这些因素包括在科研上持续的高投入，受过高等教育的劳动力人口数量，尤其是工程师群体的迅速扩大，日益推进的城市化进程，居民的高储蓄和高投资，稳定的政治环境和巨大的国内市场等等。我们也看到和中国具有同样儒教传统的其他一些东亚国家，都在达到中等收入水平之后又持续了很长时间的经济增长，最终成为了高收入国家。

最后，作为基本面投资人，我们为什么现在投资中国呢？因为在那里我们仍然能够发现一些优秀龙头企业，它们比西方的同类公司更便宜，而且增长速度更快。这就是我们在中国投资的逻辑。

谢谢大家！

2019年1月24日

---

[1] 来源：国家统计局，2018年国民经济和社会发展统计公报。

[2] STEM是科学（Science）、技术（Technology）、工程（Engineering）及数学（Math）四个学科的首字母缩略字。

# 阅读、思考与感悟

## 书中自有黄金屋

### ——《穷查理宝典：查理·芒格的智慧箴言录》中文版序

20多年前，作为一名年轻的中国学生只身来到美国，我怎么也没有想到后来竟然从事了投资行业，更没有想到由于种种机缘巧合有幸结识了当代投资大师查理·芒格先生。2004年，芒格先生成为我的投资合伙人，自此就成为我终生的良师益友。这样的机遇恐怕是过去做梦也不敢想的。

像全世界成千上万的巴菲特/芒格崇拜者一样，两位老师的教导，伯克希尔·哈撒韦公司的神奇业绩，对我个人的投资事业起了塑造式的影响。这些年受益于芒格恩师的近距离言传身教，又让我更为深刻地体会到他思想的博大精深。一直以来，我都希望将这些学习的心得与更多的同道分享。彼得·考夫曼的这本书是这方面最好的努力。彼得是查理多年的朋友，他本人又是极其优秀的企业家、“职业书虫”。由他编辑的《穷查理宝典》最为全面地囊括了查理的思想精华。彼得既是我的好友，又是我的投资合伙人，所以我一直都很关注这本书的整个出版过程。2005年第一版问世时，我如获至宝，反复研读，每读一次都有新的收获。那时我就想把这本书认真地翻译介绍给中国的读者。不想这个愿望又过了五年才得以实现。2009年，查理85岁。经一位朋友提醒，我意识到把这本书翻译成中文应该是对恩师最好的报答，同时也完成我多年希望与同胞分享芒格智慧的心愿。

现在这本书出版了，我也想在此奉献我个人学习、实践芒格思想与人格的心路历程、心得体会，希望能对读者们更好地领会本书所包含的智慧有所裨益。

一

第一次接触巴菲特 / 芒格的价值投资体系可以追溯到20年前。那时候我刚到美国，举目无亲，文化不熟，语言不通。侥幸进入哥伦比亚大学就读本科，立刻便面临学费、生活费昂贵的问题。虽然有些奖学金以及贷款，然而对一个身无分文的学生而言，那笔贷款是天文数字的债务，不知何时可以还清，对前途一片迷茫焦虑。相信很多来美国读书的中国学生，尤其是要靠借债和打工支付学费和生活费的学生都有过这种经历。

由于在上世纪七八十年代的中国长大，我那时对经商几乎没有概念。在那个年代，商业在中国还不是很要紧的事。一天，一位同学告诉我：“你要是想了解在美国怎么能赚钱，商学院有个演讲一定要去听。”那个演讲人的名字有点怪，叫巴菲特（Buffett），听上去很像“自助餐”（Buffet）。

我一听这个名字满有趣，就去了。那时巴菲特还不像今天这么出名，去的人不多，但那次演讲于我而言却是一次醍醐灌顶的经历。

巴菲特讲的是如何在股市投资。在此之前，股市在我脑子里的印象还停留在曹禺的话剧《日出》里所描绘的20世纪30年代上海的十里洋场，充满了狡诈、运气与血腥。然而这位据说在股市上赚了很多钱的美国成功商人看上去却显然是一个好人，友善而聪明，颇有些学究气，完全同我想象中的那些冷酷无情、投机钻营的商人南辕北辙。

巴菲特的演讲措辞简洁、条理清晰、内容可信。一个多钟头的演讲把股票市场的道理说得清晰明了。巴菲特说股票本质上是公司的部分所有权，股票的价格就是由股票的价值，也就是公司的价值所决定的。而公司的价值又是由公司的盈利情况及净资产决定的。虽然股票价格上上下下的波动在短期内很难预测，但长期而言一定是由公司的价值决定的。而聪明的投资者只要在股票的价格远低于公司实际价值的时候买进，又在价格接近或者高于价值时卖出，就能够在风险很小的情况下赚很多钱。

听完这番演讲，我觉得好像捞到了一根救命稻草。难道一个聪明、正直、博学的人，不需要家庭的支持，也不需要精熟公司管理，或者发明、创造新产品，创立新公司，在美国就可以白手起家地成功致富吗？我眼前就有这么一位活生生的榜样！那时我自认为不适合做管理，因为对美国的社会和文化不了解，创业也没有把握。但是如果说去研究公司的价值，去研究一些比较复杂的商业数据、财务报告，却是我的专长。果真如此的话，像我这样一个不名一文、举目无亲、毫无社会根基和经验的外国人不也可以在股票投资领域有一番作为了吗？这实在太诱人了。

听完演讲后，我回去立刻找来了有关巴菲特的所有图书，包括他致伯克希尔股东的年信及各种关于他的研究，也了解到芒格先生是巴菲特先生几十年来形影不离的合伙人，然后整整花了一两年的时间来彻底地研究他们，所有的研究都印证了我当时听演讲时的印象。完成了这个调研过程，我便真正自信这个行业是可为的。

一两年后，我买了有生以来的第一只股票。那时虽然我个人的净资产仍然是负数，但积蓄了一些现金可以用来投资。当时正逢1990年代初全球化的过程刚刚开始，美国各行业的公司都处于一个长期上升的状态，市场上有很多被低估的股票。到1996年我从哥大毕业的时候，已经从股市投资上获取了相当可观的回报。

毕业后我一边在投资银行工作，一边继续自己在股票上投资。一年后辞职离开投行，开始了职业投资生涯。当时家人和朋友都颇为不解和担心，我自己对前途也没有十分的把握。坦白说，创业的勇气也是来自巴菲特和芒

格的影响。

1998年1月，我创立了自己的公司，支持者寡，几个老朋友友情客串投资人凑了一小笔钱，我自己身兼数职，既是董事长、基金经理，又是秘书、分析员。全部的家当就是一部手机和一台笔记本电脑。其时适逢1997年的亚洲金融危机，石油的价格跌破了每桶10美元。我于是开始大量地买进一些亚洲优秀企业的股票，同时也买入了大量美国及加拿大的石油公司股票。但随后的股票波动令当年就产生了19%的账面损失。这使得有些投资者开始担心以后的运作情况，不敢再投钱了。其中一个最大的投资者第二年就撤资了。再加上昂贵的前期营运成本，公司一度面临生存的危机。

出师不利让我倍受压力，觉得辜负了投资人的信任。而这些心理负担又的确会影响到投资决策，比如在碰到好的机会时也不敢行动。而那时恰恰又是最好的投资时机。这时，巴菲特和芒格的理念和榜样对我起了很大的支持作用，在1973—1974年美国经济衰退中，他们两位都有过类似的经历。在我最失落的时候，我就以巴菲特和芒格为榜样勉励自己，始终坚持凡事看长远。

随后，在1998年的下半年里，我顶住压力、鼓起勇气，连续做出了当时我最重要的三四个投资决定。恰恰是这几个投资在以后的两年里给我和我的投资者带来了丰厚的回报。现在回过头来想，在时间上我是幸运的，但巴菲特和芒格的榜样以及他们的书籍和思想，对我的确起了至关重要的影响。

但是，当时乃至现在华尔街上绝大多数个人投资者，尤其是机构投资者，在投资理念上所遵从的理论与巴菲特/芒格的价值投资理念是格格不入的。比如他们相信市场完全有效理论，因而相信股价的波动就等同真实的风险，判断你的表现最看重你业绩的波动性如何。在价值投资者看来，投资股市最大的风险其实并不是价格的上下起伏，而是你的投资未来会不会出现永久性的亏损。单纯的股价下跌不仅不是风险，其实还是机会。不然哪里去找便宜的股票呢？就像如果你最喜欢的餐馆里牛排的价格下跌了一半，你会吃得更香才对。买进下跌的股票时是卖家难受，作为买家你应该高兴才对。然而，虽然巴菲特和芒格很成功，大多数个人投资者和机构投资者的实际做法却与巴菲特/芒格的投资理念完全相反。表面上华尔街那些成名的基金经理对他们表现出极大的尊重，但在实际操作上却根本是南辕北辙，因为他们的客户也是南辕北辙。他们接受的还是一套“波动性就是风险”、“市场总是对的”这样的理论。而这在我看来完全是误人子弟的谬论。

但为了留住并吸引到更多投资者，我也不得不作了一段时间的妥协。有两三年的时间，我也不得不通过做长短仓（LONGSHORT）对冲，去管理旗

下基金的波动性。和做多（LONG）相比，做空交易（SHORT）就很难被用于长期投资。原因有三：第一，做空的利润上限只有100%，但损失空间几乎是无穷的，这正好是同做多相反的。第二，做空要通过借债完成，所以即使做空的决定完全正确，但如果时机不对，操作者也会面临损失，甚至破产。第三，最好的做空投资机会一般是各种各样的舞弊情况，但舞弊作假往往被掩盖得很好，需要很长时间才会败露。例如麦道夫的骗局持续几十年才被发现。基于这三点原因，做空需要随时关注市场的起落，不断交易。

这样做了几年，投资组合的波动性倒是小了许多，在2001—2002年由互联网泡沫引发的金融危机中我们并没有账面损失，并小有斩获，管理的基金也增加了许多。表面上看起来还蛮不错，但其实我内心很痛苦。如果同时去做空和做多，要控制做空的风险，就必须要不停地交易。但若是不停地交易的话，就根本没有时间真正去研究一些长期的投资机会。这段时期的回报从波动性上而言比过去好，结果却乏善可陈。但实际上，那段时间出现了许多一流的投资机会。坦白地说，我职业生涯中最大的失败并不是由我错误决定造成的损失（当然我的这类错误也绝不在少数），而是在这一段时间里不能够大量买进我喜欢的几只最优秀的股票。

这段时间是我职业生涯的一个低潮。我甚至一度萌生了退意，花大量的时间在本不是我主业的风险投资基金上。

在前行道路的十字交叉路口，一个偶然的契机，我遇到了终生的良师益友查理·芒格先生。

初识查理是我大学刚毕业在洛杉矶投行工作的时候，在一位共同朋友的家里第一次见到查理。记得他给人的第一印象总是拒人于千里之外，他对谈话者常常心不在焉，非常专注于自己的话题。但这位老先生说话言简意赅，话语中充满了让你回味无穷的智慧。初次见面，查理对我而言是高不可及的前辈，他大概对我也没什么印象。

之后陆续见过几次，有过一些交谈，直到我们认识的第七年，在2003年一个感恩节的聚会中，我们进行了一次长时间推心置腹的交谈。我将我投资的所有公司、我研究过的公司以及引起我兴趣的公司一一介绍给查理，他则逐一点评。我也向他请教我遇到的烦恼。谈到最后，他告诉我，我所遇到的问题几乎就是华尔街的全部问题。整个华尔街的思维方式都有问题，虽然伯克希尔已经取得了这么大的成功，但在华尔街上却找不到任何一家真正模仿它的公司。如果我继续这样走下去的话，我的那些烦恼永远也不会消除。但我如果愿意放弃现在的路子，想走出与华尔街不同的道路，他愿意给我投资。这真让我受宠若惊。

在查理的帮助下，我把公司进行了彻底的改组。在结构上完全改变成早期巴菲特的合伙人公司和芒格的合伙人公司（注：巴菲特和芒格早期各自有一个合伙人公司来管理他们自己的投资组合）那样的结构，同时也除去了典型对冲基金的所有弊端。愿意留下的投资者作出了长期投资的保证。而我们也不再吸收新的投资人。作为基金经理，我无需再受华尔街那些投资者各式各样的限制，而完成机构改造之后的投资结果本身也证实了这一决定的正确性。不仅公司的业绩表现良好，而且这些年来我的工作也顺畅了许多。我无须纠缠于股市沉浮，不断交易，不断做空。相反，我可以把所有的时间都花在对公司的研究和了解上。我的投资经历已经清楚地证明：按照巴菲特/芒格的体系来投资必定会受益各方。但因为投资机构本身的限制，绝大部分的机构投资者不采用这种方式，因此，它给了那些用这种方式的投资者一个绝好的竞争优势。而这个优势在未来很长的一段时间内都不会消失。

## 二

巴菲特说他一生遇人无数，从来没有遇到过像查理这样的人。在我同查理交往的这些年里，我有幸能近距离了解查理，也对这一点深信不疑。甚至我在所阅读过的古今中外人物传记中也没有发现类似的人。查理就是如此独特的人，他的独特性既表现在他的思想上，也表现在他的人格上。

比如说，查理思考问题总是从逆向开始。如果要明白人生如何得到幸福，查理首先是研究人生如何才能变得痛苦；要研究企业如何做强做大，查理首先研究企业是如何衰败的；大部分人更关心如何在股市投资上成功，查理最关心的是为什么在股市投资上大部分人都失败了。他的这种思考方法来源于下面这句农夫谚语中所蕴含的哲理：我只想知道将来我会死在什么地方，这样我就不去那儿了。

查理在他漫长的一生中，持续不断地研究收集关于各种各样的人物、各行各业的企业以及政府管治、学术研究等各领域中的人类失败之著名案例，并把那些失败的原因排列成正确决策的检查清单，使他在人生、事业的决策上几乎从不犯重大错误。这点对巴菲特及伯克希尔50年业绩的重要性是再强调也不为过的。

查理的头脑是原创性的，从来不受任何条条框框的束缚，也没有任何教条。他有儿童一样的好奇心，又有第一流的科学家所具备的研究素质和科学研究方法，一生都有强烈的求知欲和好奇心，几乎对所有的问题都感兴趣。任何一个问题在他看来都可以使用正确的方法通过自学完全掌握，并可以在前人的基础上创新。这点上他和富兰克林非常相似，类似于一位18、19世纪百科全书式的人物。

近代很多第一流的专家学者能够在自己狭小的研究领域内做到相对客观，一旦离开自己的领域不远，就开始变得主观、教条、僵化，或者干脆就失去了自我学习的能力，所以大都免不了瞎子摸象的局限。查理的脑子就从来没有任何学科的条条框框。他的思想辐射到事业、人生、知识的每一个角落。在他看来，世间宇宙万物都是一个相互作用的整体，人类所有的知识都是对这一整体研究的部分尝试，只有把这些知识结合起来，并贯穿在一个思想框架中，才能对正确的认知和决策起到帮助作用。所以他提倡要学习在所有学科中真正重要的理论，并在此基础上形成所谓的“普世智慧”，以此为利器去研究商业投资领域的重要问题。查理在本书中详细地阐述了如何才能获得这样的“普世智慧”。

查理这种思维方式的基础是基于对知识的诚实。他认为，这个世界复杂多变，人类的认知永远存在着限制，所以你必须要使用所有的工具，同时要注重收集各种新的可以证否的证据，并随时修正，即所谓“知之为知之，不知为不知”。事实上，所有的人都存在思想上的盲点。我们对于自己的专业、旁人或是某一件事情或许能够做到客观，但是对于天下万事万物都秉持客观的态度却是很难的，甚至可以说是有违人之本性的。但是查理却可以做到凡事客观。在这本书里，查理也讲到了通过后天的训练是可以培养客观的精神的。而这种思维方式的养成将使你看到别人看不到的东西，预测到别人预测不到的未来，从而过上更幸福、自由和成功的生活。

但即使这样，一个人在一生中可以真正得到的真见卓识仍然非常有限，所以正确的决策必须局限在自己的“能力圈”以内。一种不能够界定其边界的能力当然不能称为真正的能力。怎么才能界定自己的能力圈呢？查理说，如果我要拥有一种观点，如果我不能够比全世界最聪明、最有能力、最有资格反驳这个观点的人更能够证否自己，我就不配拥有这个观点。所以当查理真正地持有某个观点时，他的想法既原创、独特又几乎从不犯错。

一次，查理邻座一位漂亮的女士坚持让查理用一个词来总结他的成功，查理说是“理性”。然而查理讲的“理性”却不是我们一般人理解的理性。查理对理性有更苛刻的定义。正是这样的“理性”，让查理具有敏锐独到的眼光和洞察力，即使对于完全陌生的领域，他也能一眼看到事物的本质。巴菲特就把查理的这个特点称作“两分钟效应”——他说查理比世界上任何人更能在最短时间之内把一个复杂商业的本质说清楚。伯克希尔投资比亚迪的经过就是一个例证。记得2003年我第一次同查理谈到比亚迪时，他虽然从来没有见过王传福本人，也从未参观过比亚迪的工厂，甚至对中国的市场和文化也相对陌生，可是他当时对比亚迪提出的问题和评论，今天看来仍然是投资比亚迪最实质的问题。

人人都有盲点，再优秀的人也不例外。巴菲特说：“本杰明·格雷厄姆曾经教我只买便宜的股票，查理让我改变了这种想法。这是查理对我真正的影

响。要让我从格雷厄姆的局限理论中走出来，需要一股强大的力量。查理的思想就是那股力量，他扩大了我的视野。”对此，我自己也有深切的体会。至少在两个重大问题上，查理帮我指出了我思维上的盲点，如果不是他的帮助，我现在还在从猿到人的进化过程中慢慢爬行。巴菲特50年来在不同的场合反复强调，查理对他本人和伯克希尔的影响完全无人可以取代。

查理一辈子研究人类灾难性的错误，对于由于人类心理倾向引起的灾难性错误尤其情有独钟。最具贡献的是他预测金融衍生产品的泛滥和会计审计制度的漏洞即将给人类带来的灾难。早在1990年代末期，他和巴菲特先生已经提出了金融衍生产品可能造成灾难性的影响，随着金融衍生产品的泛滥愈演愈烈，他们的警告也不断升级，甚至指出金融衍生产品是金融式的大规模杀伤武器，如果不能得到及时有效的制止，将会给现代文明社会带来灾难性的影响。2008年和2009年的金融海啸及全球经济大萧条不幸验证了查理的远见。从另一方面讲，他对这些问题的研究也为防范类似灾难的出现提供了宝贵的经验和知识，特别值得政府、金融界、企业界和学术界的重视。

与巴菲特相比，查理的兴趣更为广泛。比如他对科学和软科学几乎所有的领域都有强烈的兴趣和广泛的研究，通过融会贯通，形成了原创性的、独特的芒格思想体系。相对于任何来自象牙塔内的思想体系，芒格主义完全为解决实际问题而生。比如说，据我所知，查理最早提出并系统研究人类心理倾向在投资和商业决策中的巨大影响。十几年后的今天，行为金融学已经成为经济学中最热门的研究领域，行为经济学也获得了诺贝尔经济学奖的认可。而查理在本书最后一讲“人类误判心理学”中所展现出的理论框架，在未来也很可能得到人们更广泛的理解和应用。

查理的兴趣不仅限于思考，凡事也喜欢亲力亲为，并注重细节。他有一艘世界上最大的私人双体游艇，而这艘游艇就是他自己设计的。他还是个出色的建筑师。他按自己的喜好建造房子，从最初的图纸设计到之后的每一个细节，他都全程参与。比如他捐助的所有建筑物都是他自己亲自设计的，这包括了斯坦福大学研究生院宿舍楼、哈佛高中科学馆以及亨廷顿图书馆与园林的稀有图书研究馆。

查理天生精力充沛。我认识查理是在1996年，那时他72岁。到今年查理87岁，已经过了十几年了。在这十几年里，查理的精力完全没有变化。他永远是精力旺盛，很早起身。早餐会议永远是七点半开始。同时由于某些晚宴应酬的缘故，他的睡眠时间可能要比常人少，但这些都不妨碍他旺盛的精力。而且他记忆力惊人，我很多年前跟他讲的比亚迪的营运数字，我都已经记忆模糊了，他还记得。87岁的他记忆比我这个年轻人还好。这些都是他天生的优势，但使他异常成功的特质却都是他后天努力获得的。

查理对我而言，不仅是合伙人，是长辈，是老师，是朋友，是事业成功的典范，也是人生的楷模。我从他的身上不仅学到了价值投资的道理，也学到了很多做人的道理。他让我明白，一个人的成功并不是偶然的，时机固然重要，但人的内在品质更重要。

查理喜欢与人早餐约会，时间通常是七点半。记得第一次与查理吃早餐时，我准时赶到，发现查理已经坐在那里把当天的报纸都看完了。虽然离七点半还差几分钟，让一位德高望重的老人等我令我心里很不好受。第二次约会，我大约提前了一刻钟到达，发现查理还是已经坐在那里看报纸了。到第三次约会，我提前半小时到达，结果查理还是在那里看报纸，仿佛他从未离开过那个座位，终年守候。直到第四次，我狠狠心提前一个钟头到达，六点半坐那里等候，到六点四十五的时候，查理悠悠地走进来了，手里拿着一摞报纸，头也不抬地坐下，完全没有注意到我的存在。以后我逐渐了解，查理与人约会一定早到。到了以后也不浪费时间，会拿出准备好的报纸翻阅。自从知道查理的这个习惯后，以后我俩再约会，我都会提前到场，也拿一份报纸看，互不打扰，等七点半之后再一起吃早饭聊天。

偶然查理也会迟到。有一次我带一位来自中国的青年创业者去见查理。查理因为从一个午餐会上赶来而迟到了半个小时。一到之后，查理先向我们两个年轻人郑重道歉，并详细解释他迟到的原因，甚至提出午餐会的代客泊车（valet park）应如何改进才不会耽误客人45分钟的等候时间。那位中国青年既惊讶又感动，因为在全世界恐怕也找不到一位地位如查理一般的长者会因迟到向小辈反复道歉。

跟查理交往中，还有另一件事对我影响很大。有一年查理和我共同参加了一个外地的聚会。活动结束后，我要赶回纽约，没想到却在机场的候机厅遇见查理。他庞大的身体在过安检检测器的时候，不知什么原因不断鸣叫示警。而查理就一次又一次地折返接受安检，如此折腾半天，好不容易过了安检，他的飞机已经起飞了。

可查理也不着急，他抽出随身携带的书籍坐下来阅读，静等下一班飞机。那天正好我的飞机也误点了，我就陪他一起等。

我问查理：“你有自己的私人飞机，伯克希尔也有专机，你为什么要到商用客机机场去经受这么多的麻烦呢？”

查理答：“第一，我一个人坐专机太浪费油了。第二，我觉得坐商用飞机更安全。”但查理想说的真正理由是第三条：“我一辈子想要的就是融入生活（engage life），而不希望自己被孤立（isolate）。”

查理最受不了的就是因为拥有了钱财而失去与世界的联系，把自己隔绝在一个单间，占地一层的巨型办公室里，见面要层层通报，过五关斩六将，谁都不能轻易接触到。这样就与现实生活脱节了。

“我手里只要有一本书，就不会觉得浪费时间。”查理任何时候都随身携带一本书，即使坐在经济舱的中间座位上，他只要拿着书，就安之若素。有一次他去西雅图参加一个董事会，依旧按惯例坐经济舱，他身边坐着一位中国小女孩，飞行途中一直在做微积分的功课。他对这个中国小女孩印象深刻，因为他很难想象同龄的美国女孩能有这样的定力，在飞机的嘈杂声中专心学习。如果他乘坐私人飞机，他就永远不会有机会近距离接触这些普通人的故事。

而查理虽然严于律己，却非常宽厚地对待他真正关心和爱的人，不吝金钱，总希望他人多受益。他一个人的旅行，无论公务私务都搭乘经济舱，但与太太和家人一起旅行时，查理便会乘搭自己的私人飞机。他解释说：太太一辈子为我抚育这么多孩子，付出甚多，身体又不好，我一定要照顾好她。

查理虽不是斯坦福大学毕业的，但因他太太是斯坦福校友，又是大学董事会成员，查理便向斯坦福大学捐款6000万美金。

查理一旦确定了做一件事情，他可以去做一辈子。比如说他在哈佛高中及洛杉矶一间慈善医院的董事会任职长达40年之久。对于他所参与的慈善机构而言，查理是非常慷慨的赞助人。但查理投入的不只是钱，他还投入了大量的时间和精力，以确保这些机构的成功运行。

查理一生研究人类失败的原因，所以对人性的弱点有着深刻的理解。基于此，他认为人对自己要严格要求，一生不断提高修养，以克服人性本身的弱点。这种生活方式对查理而言是一种道德要求。在外人看来，查理可能像个苦行僧，但在查理看来，这个过程却是既理性又愉快，能够让人过上成功、幸福的人生。

查理就是这么独特。但是想想看，如果芒格和巴菲特不是如此独特的话，他们也不可能一起在50年间为伯克希尔创造了在人类投资史上前无古人、或许也后无来者的业绩。近20年来，全世界范围内对巴菲特、芒格研究的兴趣愈发地强烈，将来可能还会愈演愈烈，中英文的书籍汗牛充栋，其中也不乏很多独到的见解。说实话，由我目前的能力来评价芒格的思想其实为时尚早，因为直到今天，我每次和查理谈话，每次重读他的演讲，都会有新的收获。这另一方面也说明，我对他的思想的理解还是不够。但这些年来查理对我的言传身教，使我有幸对查理的思想和人格有更直观的了解，我这里只想跟读者分享我自己近距离的观察和亲身体会。我衷心希望

读者在仔细地研读了本书之后，能够比我更深地领会芒格主义的精要，从而对自己的事业和人生有更大的帮助。

我知道查理本人很喜欢这本书，认为它收集了他一生的思想精华和人生体验。其中不仅包含了他对于商业世界的深刻洞见，也汇集了他对于人生智慧的终身思考，并用幽默、有趣的方式表达出来，对于几乎任何读者都会有益处。比如，有人问查理如何才能找到一个优秀的配偶。查理说最好的方式就是让自己配得上她/他，因为优秀配偶都不是傻瓜。晚年的查理时常引用下面这句出自《天路历程》中真理剑客的话来结束他的演讲："我的剑留给能够挥舞它的人。"通过这本书的出版，我希望更多的读者能有机会学习和了解芒格的智慧和人格，我相信每位读者都有可能通过学习实践成为幸运的剑客。

## 三

与查理交往的这些年，我常常会忘记他是一个美国人。他更接近于我理解的中国传统士大夫。旅美的20年期间，作为一个华人，我常常自问：中国文化的灵魂和精华到底是什么？客观地讲，作为"五四"之后成长的中国人，我们对于中国的传统基本上是持否定的态度的。到了美国之后，我有幸在哥大求学期间系统地学习了对西方文明史起到塑造性作用的100多部原典著作，其中涵盖文学、哲学、科学、宗教与艺术等各个领域，以希腊文明为起点，延伸到欧洲，直至现代文明。后来又得益于哥大同时提供的一些关于儒教文化和伊斯兰文明的课程，对于中国的儒教文化有了崭新的了解和认识。只是当时的阅读课本都是英文的，由于古文修养不够，很多索求原典的路途只能由阅读英文的翻译来达成，这也是颇为无奈的一件事。

在整个阅读与思考的过程中，我自己愈发地觉得，中国文明的灵魂其实就是士大夫文明，士大夫的价值观所体现的就是一个如何提高自我修养，自我超越的过程。《大学》曰：正心，修身，齐家，治国，平天下。这套价值系统在之后的儒家各派中都得到了广泛的阐述。这应该说是中国文明最核心的灵魂价值所在。士大夫文明的载体是科举制度。科举制度不仅帮助儒家的追随者塑造自身的人格，而且还提供了他们发挥才能的平台，使得他们能够通过科举考试进入到政府为官，乃至社会的最上层，从而学有所用，实现自我价值。

而科举制度结束后，在过去的上百年里，士大夫精神失去了具体的现实依托，变得无所适从，尤其到了今天商业高度发展的社会，具有士大夫情怀的中国读书人，对于自身的存在及其价值理想往往更加困惑。在一个传统尽失的商业社会，士大夫的精神是否仍然适用呢？

从工业革命开始，市场经济和科学技术逐渐成为政府之外影响人类生活最重要的两股力量。近几十年来，借由全球化的浪潮，市场与科技已经突破国家和地域的限制，在全世界范围同步塑造人类共同的命运。对于当代的儒家，“国”与“天下”的概念必然有了全新的含义。而市场经济本身内在的竞争机制，也如古老的科举考试制度一般为优秀人才提供了广阔的空间。然而，真正的儒者对于自身的道德追求，对于社会的责任感，以及对人类命运的终极关怀，却随着千年的沉淀而愈加厚重。

晚明时期，资本主义开始在中国萌芽，当时的商人曾经提出过“商才士魂”以彰显其理想。在全球化的今天，“治国”与“平天下”的当代解读早已远远超出政府的范畴，市场与科技已经成为社会的主导，为怀有士大夫情怀的读书人提供了前所未有的舞台。

查理可以说是一个“商才士魂”的最好典范。首先，查理在商业领域极为成功，他和巴菲特所取得的成就可以说是前无古人，后无来者。然而在与查理的深度接触中，我却发现查理的灵魂本质是一个道德哲学家，一个学者。他阅读广泛，知识渊博，真正关注的是自身道德的修养与社会的终极关怀。与孔子一样，查理的价值系统是内渗而外，倡导通过自身的修行以达到圣人的境界，从而帮助他人。

正如前面所提到的，查理对自身要求很严。他虽然十分富有，过的却是苦行僧般的生活。他现在居住的房子还是几十年前买的一套普通房子，外出旅行时永远只坐经济舱，而约会总是早到45分钟，还会为了偶尔的迟到而专门致歉。在取得事业与财富的巨大成功之后，查理又致力于慈善事业，造福天下人。

查理是一个完全凭借智慧取得成功的人，这对于中国的读书人来讲无疑是一个令人振奋的例子。他的成功完全靠投资，而投资的成功又完全靠自我修养和学习，这与我们在当今社会上所看到的权钱交易、潜规则、商业欺诈、造假等毫无关系。作为一个正直善良的人，他用最干净的方法，充分运用自己的智慧，取得了这个商业社会中的巨大成功。在市场经济下的今天，满怀士大夫情怀的中国读书人是否也可以通过学习与自身修养的锻炼同样取得世俗社会的成功并实现自身的价值及帮助他人的理想呢？

我衷心地希望中国的读者能够对查理感兴趣，对这本书感兴趣。查理很欣赏孔子，尤其是孔子授业解惑的为师精神。查理本人很乐于也很善于教导别人，诲人不倦。而这本书则汇集了查理的一生所学与智慧，将它毫无保留地与大家分享。查理对中国的未来充满信心，对中国的文化也很钦佩。近几十年来儒教文明在亚洲取得的巨大商业成就也让更多的人对中国文明的复兴更具信心。在“五四”近百年之后，今天我们也许不必再纠缠于“中学”“西学”的“体用”之争，只需要一方面坦然地学习和接受全世界所有有用

的知识，另一方面心平气和地将吾心归属于中国人数千年来共敬共守、安身立命的道德价值体系之内。

我有时会想，若孔子重生在今天的美国，查理大概会是其最好的化身。若孔子返回到2000年后今天的商业中国，他倡导的大概会是：正心、修身、齐家、治业、助天下吧！

## 四

本书第一至三章介绍查理的生平、著名的语录并总结了他关于生活、事业和学习的主要思想，第四章收录了查理最有代表性的十一篇演讲。其中大多数读者最感兴趣的演讲可能包含下面四篇：第一篇演讲用幽默的方式概述了人生如何避免过上痛苦的生活。第二、三篇演讲阐述了如何获得普世智慧，如何将这些普世智慧应用到成功的投资实践中。第十一篇演讲，记录了查理最具有原创性的心理学体系，详细阐述了造成人类误判的23个最重要的心理学成因。《贝西克兰兴衰记》和《“贪无厌”“高财技”“黑心肠”和“脑残”国的悲剧》是查理分别于2010年2月11日和2011年7月6日在《石板》杂志（Slate Magazine）上发表的文章，文章用寓言的方式记录了赌博性的金融衍生品交易如何使一个国家陷入经济崩溃的过程。查理和巴菲特先生早在1990年代就提出的金融衍生产品可能对经济造成灾难性影响的预言不幸在2008至2009年的全球金融危机中得到验证。

在本书大陆版付诸出版的一年之内，又发生了很多的事情，使我更加深了对查理的敬意。2010年年初，与查理相濡以沫五十年的太太南希不幸病逝。几个月之后，一次意外事故又导致查理仅存的右眼丧失了90%的视力，致使他几乎一度双目失明。对于一位86岁视读书思考胜于生命的老人而言，两件事情的连番打击可想而知。然而我所看到的查理却依然是那样理性、客观、积极与睿智。他既不怨天尤人，也不消极放弃，在平静中积极地寻求应对方法。他尝试过几种阅读机器，甚至一度考虑过学习盲文。后来奇迹般的，他的右眼又恢复了70%的视力。我们大家都为之雀跃！然而我同时也坚信：即使查理丧失了全部的视力，他依然会找到方法让自己的生活既有意义又充满效率。

无论顺境、逆境，都保持客观积极的心态——这就是查理。

2010年3月原稿
2011年11月修改于美国帕萨迪纳市

# 附：台湾版《穷查理的普通常识》序言

我于90年代初曾经两次到过台湾，对这里的山水风情，尤其是淳朴的民风，存有很深的印象。中国文化在上个世纪的大陆遭到了极大的破坏，但在台湾我却真切感受到中国传统文化的魅力。

查理对于真正传统的中国文化一直十分尊崇。甚至于有时我会想：如果孔子在世，生活在今天的商业社会，他是否会与查理十分相像呢？

*Poor Charlie's Almanack*终于要在台湾问世了。我内心异常地高兴。多年来，我一直想把我认识了解的查理介绍给中文世界的读者。现继大陆版《穷查理宝典》问世之后，台湾版也相继出版，我相信会有很多台湾的读者喜欢这本书的。

在本书大陆版付诸出版的一年之内，又发生了很多的事情，使我更加深了对查理的敬意。2010年年初，与查理相濡以沫五十年的太太南茜不幸病世。几个月之后，一次意外事故又导致查理仅存的右眼丧失了90%的视力，致使他几乎一度双目失明。对于一位86岁视读书思考胜于生命的老人而言，两件事情的连番打击可想而知。然而我所看到的查理却依然是那样理性、客观、积极与睿智。他既不怨天尤人，也不消极放弃，在平静中积极地寻求应对方法。他尝试过几种阅读机器，甚至一度考虑过学习盲文。后来奇迹般的，他的右眼又恢复了70%的视力。我们大家都为之雀跃！然而我同时也坚信：即使查理丧失了全部的视力，他依然会找到方法让自己的生活既有意义又充满效率。

无论顺境、逆境，都保持客观积极的心态——这就是查理。台湾版的书名定为《穷查理的普通常识》，正是最恰当的诠释！在本书的出版过程中，我要特别感谢商业周刊出版部的余幸娟女士与罗惠萍女士，她们的敬业精神和高超的专业水准给我留下了深刻的印象。好友王致棠小姐最先建议本书在台湾出版，并承担了联系出版社与本书编辑付梓的讨论与协调工作，在推动本书在台湾的顺利出版上起了至关重要的作用。最后，谨向关心本书华文版问世的朋友及价值投资界的同道们致以最诚挚的谢意。

2011年4月11日于洛杉矶

# 获取智慧是人类的道德责任

## ——2017年年度书评及感悟

2017年，中英文都出了一批好书，这里选出两本推荐给大家。

### 一、《为什么佛学是真实的》

第一本是罗伯特·赖特（Robert Wright）的《为什么佛学是真实的》（*Why Buddhism is True*），副标题是"关于冥修和觉悟的科学与哲学"（*The Science and Philosophy of Meditation and Enlightenment*）。罗伯特·赖特是普林斯顿大学的进化心理学教授。我之前看过罗伯特·赖特的其他著作，其中最有名的是《道德动物》（*The Moral Animal*），另外还有《神的演化》(*The Evolution of God*)和《非零年代》（*Nonzero*）。他是我很喜欢的一位作者，在我看来他还是一位哲学家，更具体来说是一位道德哲学家。他的《道德动物》一书对我影响非常大，这也是我今年很重视他这本《为什么佛学是真实的》的原因之一。

先给大家介绍一下这本书的由来。作者是一位进化心理学教授，进化心理学研究的是自然选择如何设计人类大脑。我们的大脑是几亿年自然选择的结果，而这种自然选择的设计常常会误导、甚至会奴役我们，让我们看不清世界和自我，限于桎梏之中——也是很多人类痛苦的来源。但我们对此大多无能为力，因为自然的选择和进化，不是我们人类的自主选择，先天的"动物性"深刻地影响着人类。即使明白这些问题，也不能立即给我们带来解决方案。

2003年，罗伯特·赖特第一次参加了静默正念冥修之旅（Silent Mindful Meditation Retreat）。这种冥修的实践在过去二、三十年的美国及西方世界越来越流行。这次旅行开启了随后十几年作者对佛教（佛学）全部经义的系统性研究、对冥修（Meditation）的不断实践和修行，并在此过程中与现代心理学、进化心理学、现代脑科学之间相互印证。本书正是作者这十几年研讨实践的成果。这本书的书名是什么意思呢？"佛学是真实的"这一陈述并不包括佛学中宗教性的内容，它指的是释迦摩尼最早对于人类状况（Human Condition）最基础的洞见和理解。在2500年前几乎没有现代科学知识的背景下，释迦摩尼通过冥修对人性根本状况进行了深刻洞察，而在此洞察基础上提出的一系列主张，和现代科学对人脑的认识、对进化心理学的理解竟是完全可以印证的。因此，佛学几千年前提出的道德主张、精神追求不是凭空而来，而是基于和现代科学一致的对人性的洞察，它没有过时，对现代人同样意义深远。这就是此书的主旨。

这本书的前半部分主要阐述佛学对人脑基本状况的观察、理解、洞见，指明人痛苦的来源以及解脱方式，把这些与现代科学对人脑的基本认知互相印证。后半部分则着重于讲述这些洞见对人的道德主张、精神追求的意义。

首先，本书谈到关于人的认知。人类的大脑是经过几十亿年生物进化、达尔文式自然选择设计的结果。这种设计的目的不是让人“更幸福”，而是为了让人“更多产”，更能生存繁衍。但是到了现代，人的需求发生变化后，和大脑的这种设计产生了冲突。

我们来回顾一下生命发展的极简历史：大约40亿年前，有一些最原始的、可以复制信息的物质产生，这些物质慢慢地被一个细胞包围起来而形成了简单的单细胞生物，后来又逐渐演化出有多个细胞组成的更复杂的生物组织。这些生物组织进一步发展出拥有很强计算能力的大脑，一些有大脑的物种发展出高度社会性的物种。其中最聪明、最具社会性的一个物种就是20万年前诞生的“智人”（Homo Sapiens，也就是我们自己）。在此之前的进化几乎都是以自然选择的方式进行，智人诞生后开启了进化中的第二场革命性的进化方式，也就是文化的进化。文化进化和生物进化的不同之处在于其不仅通过个人基因来进行，更重要的是在群体范围内通过文化的传承来进行，这是一种“非自然选择”。所以在智人出现后，进化的速度大大提高，发展迅猛，以至于在20万年后的今天，当初作为“第三只大猩猩”的一个灵长类分支的我们居然掌控了整个地球。如今，全球60、70亿人通过经济、科技联系成了一个全球化的整体。如果从今天的维度再向前看，因为互联网和人工智能的出现，我们这个物种仿佛正在形成一个集体的大脑，每一个个体正在演变成这个集体大脑中的一个神经元。这就是过去40亿年生命在地球上发展的极简史。这部极简史中最有意思的就是在智人出现后，我们在自然选择之外又出现了另一种进化方式——也即通过个体、集体共同传承的文化进化过程。然而，人类的文化进化也是通过人的大脑来进行的，而这个大脑正是达尔文自然选择设计的产物，所以这两者带有先天性的矛盾。

我想象2500年前，释迦摩尼也可能是在极其偶然的情况下发现了冥修，发现通过冥修这种实践可以让人的文化意识去观察、理解、从而最终征服人的生物意识。换句话说，冥修可以使作为人的一部分的大脑，超越人自身的动物性限制，去了解人的全部，了解与人相关的社会和宇宙。这一发现无论是在当时还是现在都堪称伟大。书中，赖特教授用大量现代、当代的脑科学、进化心理学的实验和知识为这一发现提供科学印证。这里面最重要的一点就是自我认知。

自然选择设计的大脑让我们永远处于一种不满足的状态，只有不满足，才能让我们更多产。但这种不满足的状态很难和人在文化进化上的追求相

容，比如说对“幸福感”和“意义”的追求。这就是人永久性的不满足、痛苦的来源，人身上“动物性”、“人性”和“神性”三者矛盾的来源。

与此相关的另一个重要问题是人的自我意识和自我控制。理性的人总是希望能完全控制自己，自己做自己的CEO，但是现代科学告诉我们这其实是一种错觉。当我们用理性思考的时候，我们实际上是在“理性化”。合理性（Rationality）实际上是合理化作用（Rationalization）。依据现代科学对大脑的认识，大脑其实是一个模块化运行的系统，应对不同的环境有一套不同的方案，启动这些不同模块的方式是通过感情。所以当我们认为自己在理性思考时，实际上是通过感情在思考，也就是说人从根本上来说是感情动物。启动这些感情的是不同的生存状态、不同的环境。这些感情的核心是“以自我为核心、以自身利益为核心来衡量其他一切”。这种思维必然会化分敌我、零合，在文化进化的过程中有时会给自己和他人带来无穷的痛苦。这些在佛学中都有很具体的阐述，现代科学也进一步印证了为什么人的思维是这样设计的，核心在于大脑是自然选择设计的机器。作为自然设计的大物种——人，我们的大脑有几亿年进化历史，非常发达。而同时人的社会属性也非常发达，智人出现以后，我们开启了文化进化，慢慢开始和我们自身与生俱来的生物进化发生了根本性的矛盾。我们的追求不再止于欲望、享乐、传代，而是更渴望一种持久的和平、持久的幸福，开始追求对他人、集体的责任，对道德、意义有了更多追求，和纯生物的自我发生了根本性的矛盾。

关于人类的文化进化，我在本书上篇中作了系统的梳理。我把文明进化的历史划分为三个主要阶段：第一个阶段是人类在5万年前出走非洲，遍布全球；第二个阶段是约一万年前农业文明的出现；第三个阶段是几百年前出现的以现代科技为主导的科技文明。这三次文明的大飞跃让我们与动物祖先的生存方式拉开了巨大距离，让我们实实在在地成为了地球和其他动物的主宰者。

为适应文明的跃升，从精神层面来说，人类的认知也有两次大的飞跃。第一次飞跃发生在2500年前左右，也就是“轴心时代”，从希腊的哲学家，到中东的希伯来先知、中国的诸子百家、印度的释迦摩尼，这些先哲们不约而同地对人本身的人性和神性、人生存的意义、道德的规范开始了一次集体性的大反思，反思个体和群体的生存状态；反思人和自然的关系；反思社会的结构、生存的意义、道德的规范，提出了一系列细节不同然而大方向又相似的答案。这些反思无论在当时还是现今都对全人类产生了深远的影响。

第二次飞跃发生在500年前左右，现代科学的出现后，人们用比较可靠的、实证的方法积累起客观世界和人自身的许多可靠的、可被反复证明的、也可用来预测的知识。这次革命及随后的技术革命将人类认知提升到

一种前所未有的阶段。而这次认知革命也对第一次轴心时代中的许多结论、权威提出了根本性的挑战和质疑。比如对一元宗教的破坏尤为显著。一元宗教中关于上帝的基本假说不仅没有得到科学的印证，而且教会的许多具体教义甚至已被科学证伪。与此相反，佛学中的很多洞见却不断被现代科学所印证。所以越来越多的现代人，在佛学中看到了重新塑造人的道德体系和意义的可能性。

人类集体进化的成果非常璀璨，但由于文化无法通过基因遗传，所以个体在这种集体进化的过程中，一直很难和整体文明的成就建立起直接联系，而要通过漫长的教育等方式来实现。但即使是漫长的教育到最后也仅能使人知其一二，所以现代人常常有一种被巨大的历史洪流裹胁着向前走的感觉，像一颗不能自己控制自己的小小螺丝钉。马克思把这种感觉定义为人的“异化”（Alienation）。轴心时代所建立起来的“安身立命”的哲学在现代科学中逐渐被摧毁，所以我们在现代社会中对“意义”的追求一直没有着落。如今全球化的过程中，随着人工智能的出现和发展，我们建设文明的“硬”能力越来越强大，但是对文明的内涵、意义的“软”理解却不匹配。这就是为什么佛学的科学化对现代人尤其有意义，也是为什么我认为赖特教授的这本书特别有意义。这本书用科学的方法印证了佛学中一些基本的洞见，某种程度上来说开启了佛学的科学化和现代化。

那么科学化的佛学如何帮助“异化”中的现代人呢？书中也提到一个很有意思的例子，就是人的自我控制。人的大脑是各种模块组成的，这些模块是在数亿年漫长的进化过程中一点一点建立起来的。人的大脑对不同状况和环境有着不同的反应。启动这些模块反应的是人的感情。这些感情就和人的肌肉一样，可以不断被强化，也可以被弱化。这种强化和弱化主要是通过一种赏罚机制来进行的。绝大部分时间，人的大脑是处于一种“自动驾驶”状态，我们对事物的反应其实和条件反射没有太大差别——自然选择设计的大脑就是这么有意思。所谓的思想，其实就是思想自己在想自己，我们的行为归根到底是通过感情来控制的，并不以自己真正的意志为转移。人到底如何才能成为自己真正的主人？佛学中提供了一种重要的实践方法，就是冥修。在冥修的过程中，人可以通过强化或弱化赏罚机制，有意识地切断一些从“感觉”到“思维模块”再到“行动”的传导机制，也就是说将自然选择所设计的大脑重新设计一遍，这就是文化进化和自然进化真正不同之处。文化进化一方面通过学习的方式，另一方面也可以通过冥修，在一代人中就能够实现进化方式的改变。今天在实践中，纠正各类成瘾行为（酒、毒品、性等）的机构大量采用冥修及依照冥修原则设计的心理辅导方法，被证明卓有成效。

过去的几十年中，西方越来越多的学者、知识分子开始信奉佛学，这些人中大多数之前是一元宗教的信奉者，罗伯特·赖特本人也曾是基督教信徒，

其他还有一些犹太教信徒等。因此，西藏佛学今天在西方拥有崇高的地位。正因为得到了科学的印证，佛学更有可能为现代文明塑造道德的基础。第一次和第二次人类认知的大跃进都指向了一些永恒的理念，即真、善和美。被现代科学所印证的佛学最早期的洞见指出了人的基本生存状况的真相，在这个真相基础之上提出来的道德主张就更有可能形成现代社会可靠的道德基础，也即善。有了真和善之后，我们对世界的美就会有全新的认识。这就是为什么这本书对现代人有特别的意义。

广义来说，人是自然进化和文化进化的产物。我猜想人身上有大约七、八分的动物性，两分的人性，再加半分神性。文化进化的意义在于让人凸显人性、扩大神性和限制动物性。据我观察，人类文化进化史上最伟大的制度创新都是把这三种特性统一、调和的结果。比如说中国的科举制，以及现代自由市场经济制度都是如此。以现代市场经济为例，它就是利用了人的动物性中永不满足的特点，结合了科技的不断发展，从而提供了经济无限增长的可能性，最大限度发挥了自然选择中人类“多产”的一面。而我们在对这一机制洞察的基础上，所创造的分配制就带有更多道德、也即人性的色彩。科举制度也是如此，利用了人对权力追求的永不满足，给大家创造了机会的平等，以学识能力公平分配权力，尽可能满足社会中所有人的共同利益。

此外我还想提一下与本书相关的另两本书，虽然没有进入我的“年度书评”名单，但也是今年非常不错的两本书，且和佛学多少有些联系。其一是尤瓦尔·赫拉利（Yuval N. Harari）今年的新作《未来简史》（*Homo Deus: A Brief History of Tomorrow*）。尤瓦尔本人是一位虔诚的冥修实践者。我在和他的交谈过程中注意到他的随行人员中有一位是他的冥修导师，而且是他身边固定核心成员之一。他有很长的冥修实践历史，而且每次冥修是长达一个月的静修（Silent Meditation）。他告诉我这种冥修的实践对他的思考和写作帮助极大。他的《未来简史》和《人类简史》（*Sapiens: A Brief History of Humankind*）都是从人类作为一个物种的角度来阐述文化进化的历史，从这一全新角度出发，这两本书读来都饶有趣味。佛学，尤其是科学化的佛学在他的思考中起到了非常重要的作用。

第二本书是桥水基金创建人瑞·达利欧（Ray Dalio）的《原则》（*Principles*）。这本书主要是将他在过去40年建立桥水基金过程中形成的一些行之有效的基本准则记录下来，与读者分享。瑞·达利欧本人也有40多年的冥修实践历史，并在采访中把冥修看作是他商业成功的最大推手。这本书基本可以看作是科学化的佛学应用于宏观投资、资产管理公司创建的一个实例。他的这些原则中充满了科学化佛学对于人性根本认知的洞见。

## 二、《伟大的中国工业革命》

今年要推荐的第二本书是清华大学文一教授写的《伟大的中国工业革命》。众所周知，工业革命带来的变化是无与伦比的，但它的分布却很不平衡，目前为止只发生在英国、西欧、美国和少数几个亚洲国家。实现了工业革命和未实现工业革命的国家之间有天壤之别。为什么有些国家实现了工业革命，有些国家没有实现？如何在一个贫穷落后的国家引爆工业革命？

自鸦片战争以后，中国至少经历了四次尝试引爆工业革命的努力。第一次是洋务运动，第二次是辛亥革命，第三次是毛时代包括大跃进等一系列工业化运动，第四次是邓小平开启的改革开放。前三次均以失败告终，最后一次却意外地引爆了持续40年（到明年正好是40年）的大规模工业革命，获得了巨大成功。这一巨大的成功自然引起了人们的广泛关注与疑问。如何能在一个贫穷落后的国家引爆工业革命？中国这第四次工业革命的尝试为什么能如此成功？中国以后的成功和崛起是否不可阻挡？中国的成功对其他国家有什么启示？回答这些问题，正是本书的核心要义。

解读这些问题之所以困难，最根本的原因在于，我们迄今为止对工业革命在其他国家的成功、对工业革命为什么首先发生于英国没有一个共识。正因为还无法真正解读这些已经成功的案例，所以对新案例的解释就更为无力和匮乏。现有的各种理论不足以解释已经发生的历史，也就更无法预测未来。今天，无论在西方还是中国，对中国工业革命的成功仍存在着各种误读疑惑，对中国未来的崛起也不太确定。而这本书的意义在于，它从历史的角度重新解读了引爆英国工业革命的真正原因，再以英国的历史对照中国工业革命的尝试，以此来解读为什么中国正在发生的工业革命事实上已成功且未来势不可挡。这是此书最独特的洞见和贡献。

这本书在讲述英国工业革命历史中，提出的一个最重要的概念就是“原始农村工业化”，也即工业革命前的英国农村手工业市场化。在英国，这一过程大约持续了一两百年。这一时期始于新大陆被发现之后，英国在北美建立了殖民地，形成一个非常繁盛的跨大西洋的贸易圈（也就是我在本书上篇中提到的“大西洋经济”）。这种大西洋经济把英国农村的剩余劳动力真正组织起来，形成一种小规模的、以手工作坊为主要形式的、以自由市场原则组织起来的跨全球贸易体系。这种组织解决了农业文明时代最根本的限制，也就是马尔萨斯人口陷阱。在农业文明时代，当土地有更多产出的时候，人们就开始生产更多人口，在土地总量不增加的情况下，这些人口很快就超过了土地产出的限制。最后不得不用各种各样的危机和灾难来填平这种陷阱，这是一个周而复始的过程。欧洲因为发现了新大陆，在保持粮食产出的前提下，让新生的人口开始有了新的职业，用原始工业加上贸易，和新大陆完全联系在一起。新大陆的面积非常巨大，比英国加上欧洲大陆，再加上英国殖民地（还包括印度、北美、非洲等）还要大。所以

剩余劳动力就以贸易和商业的方式被组织起来了。此外，当时的英国政府也是典型的重商主义政府，以商业为导向把整个社会强力地组织在一起。

在原始工业贸易的激发下，技术的进一步发展如同星火燎原。工业革命的核心特点就是大规模、高效率、集体化的生产、分工、合作，以此迅速降低工业品的成本，进而又极大刺激了消费，互相应对，互相促进，最后形成了巨大、快速的良性循环。在英国，引发这个巨大良性循环的产品就是纺织品，因为纺织品具有最大的消费需求弹性。英国能够实现纺织品的大规模生产，原因是这时英国已经通过殖民主义、奴隶制、重商主义形成了跨全球的共同市场。棉花从美国南部奴隶庄园和印度的棉花田采摘，又因为珍妮纺织机、蒸汽机的发明，在英国实现大规模快速生产，成本大规模降低，并且国内已经形成大规模的统一市场，这个市场又延伸到北美和其所有的殖民地包括印度。政府和商人结合在一起，进行对全球统一市场的管理，同时国内的人口又被大规模组织起来，可以进入工厂，提供源源不断的劳动力。工厂获得的收入又能返回到产品的开发、升级、销售，由此引爆了第一次工业革命。第一次工业革命在全球被迅速铺开之后，通过殖民主义、重商主义，英国工业在全球建立了巨大市场，很快又产生了对第二次工业革命的需求。第二次工业革命实际上就是为了生产第一次工业革命所需要的机器、运输工具、基础设施、动力设备等而生。这些需求之间又互相引爆各种产业革命，其中包括化工、机器制造、远洋航行、火车、石化资源利用等等。各种技术形成了一种自我驱动的机制，一直发展到今天的信息革命。这就是英国工业革命的历程。

那么，回头看中国，文一教授最有洞见的地方，是他把中国在改革开放初期的乡镇企业改革，和在英国持续了上百年的原始农村工业化相互对照。1949年后，共产党一直试图把中国农村组织起来。中国革命的成功，主要依靠组织农村的力量，所以毛泽东也一直希望在农村真正地建立工业根基。但这次尝试失败了，原因在于虽然他把农民组织起来了，但他却不相信市场机制。在70年代末改革开放初期，中国实际上已经有150多万个乡镇企业，但它们并不是以市场的方式组织起来的，它们的生产方式还是计划经济，是凭票据供应的方式。这种方式造成的直接后果就是所谓的短缺经济——低效的生产远远不能满足社会需求。到了邓小平改革时代的第一个10年（1978-1988年），改革的核心动力是乡镇企业在市场机制下的大规模发展。这种发展实际上正好对应了英国原始农村工业发展的过程。在这个过程中，乡镇企业从150万个发展到将近2000万个。中国由此形成了一个巨大、统一的国内自由市场，轻工业、手工作坊式的乡镇企业因为满足了短缺经济产生的巨大需求而迅速崛起，一下子在全国形成了以市场机制为基础联合起来的广大的市场。全国性的市场机制，不仅使粮食生产得以保障，同时也把农村中剩余劳动力真正以市场的方式组织起来。

中国下一步走的路和英国的工业革命一模一样。从改革，到开放，中国开始全方位介入全球经济的运行。而让中国工业腾飞的第一个产品和英国一样，也是纺织品。中国也是在纺织品上迅速进行了第一次工业革命。在已经有全国统一市场的基础上，大量的农村剩余人口进入到工业领域，而且中国政府也和英国政府一样，是重商型政府，倾尽一切能力来拓展国内和国际市场，把技术从国外引进，把工业在国内建立起来。销售的产品不仅实现国内的全方位覆盖，而且遍布全球市场。所以在改革开放第二个10年内，中国实现了第一次工业革命。结果也是一样，很短时间内，中国就因为其体量成为了全球最大的纺织品市场，也成为了全球最大的纺织品出口国，而且从那以后一直是全球最大的纺织品制造、消费及出口国。纺织品革命出现之后，又带动了以纺织品为代表的第一次工业革命发展自生自发的需求，即对于机器的需求、对于交通基础设施的需求、对于基础动力、重化工、煤炭、电力的需求，基于上述需求第二次工业革命由此开始。因为这两次工业革命，中国经济开始进入自发的、循环的、不断自我强化的增长过程，就像英美一样，这一过程一旦开始，就无法停止，以此开启了长达40年的高速、复合增长经济奇迹。让中国也因此具备了科技文明国家的基本经济特征：持续、复合增长。

以此为基础，作者同时也回答了几个相关的问题，例如，为什么中国的前三次工业革命实践没有成功？清朝的洋务运动基本上是一种自上而下的改革实践，缺乏社会基层组织，工业项目就是政府拍脑袋做出的决定，没有形成一个真正的市场机制；辛亥革命时代，农民也没有真正被组织起来；毛时代，农民被组织起来了，而且可以进入到工业领域中，但是毛不相信市场的力量。直到邓小平的改革开放，农村剩余劳动力不仅被组织起来，而且是以市场的方式被组织起来，在全国形成了统一的市场机制，有几千万、上亿的劳动力，参与到了国内和国际的市场竞争之中。这是他对四次中国工业革命尝试的比较。另一个相关问题是为什么最早工业革命没有在荷兰发生，没有在中国、印度发生？在近代之前，中国和印度政府基本不重商，也不重视市场。荷兰政府非常重商，但一直没有纺织业基础，其专长的渔业、贸易等都没有很大的消费弹性及规模化效应，不足以引爆工业化革命——工业化革命必须要有一种需求弹性很大的产品来点燃，大规模的生产能够带来大规模的成本下降。

但是无论以什么样的产品进行行业引爆，工业革命发生最根本的前提是有一个足够大的市场。关于自由市场，他提出另外一个有洞见的看法，自由市场，其实既不自由也不免费，而是一个非常昂贵的公共品，必须要有一个强有力的重商主义政府花大力气、大代价去建设。在此基础上他也批评了今天西方关于工业革命的最主流的基本解读，也就是“华盛顿共识”，认为现代工业的形成必须要有自由市场机制、非政府干预、民主和法治的保障，没有掠夺性的腐败制度等等。而这些共识在他看来，都和英国的历史

实践相悖，是因果倒置。这些都是西方后工业化社会发展到今天的结果，而非原因。按照这种理论来解读中国，是西方一再对中国错误预判的主要原因。

文一教授通过对西方历史的重新梳理，分析中国工业革命成功的原因，并据此预言中国未来持续的经济发展不可阻挡，同时他认为中国经验也同样适用于其他希望引爆工业革命的发展中国家。从这个意义上来说，本书的洞见具有原创性，意义非凡。

明年就是中国改革开放40周年，中国经济发展的成绩举世惊叹，但关于它的成因及未来发展无论是在中国还是在世界范围内，都存有广泛争议。近年来，越来越多的中外学者开始在这一领域耕耘，以我粗浅的非专业眼光看来，杨小凯、林毅夫、周其仁、许小年、史正富、文一等诸先生都有富有创见的贡献，值得认真学习。但这个题目实在是太大，对全球的影响也实在是太过深远，因此全方位的解读还有很长的路要走。

## 三、2017年的感悟

最后在这里和大家分享一些2017年的感悟，正好也与这两本书中所谈问题相关。我从事投资到今年正好是第25年，我创立和管理的喜马拉雅投资基金到2017年也刚好走完了第一个20周年。投资行业是对于不确定的未来的预测，对真实的理解和追求，理性的思维和决策正是我工作中最核心的内涵。也正因此，我在二十几年的投资实践中能更加深刻体会到人类认知的先天缺陷，自然选择所设计的大脑本身，对于理解文化进化现实存在根本矛盾和局限。我们认知上的很多问题，绝大部分是因为大脑是自然选择设计出来的机器，而我们要理解的现实却是文化进化的产物。这两者的根本矛盾，造成了我们对世界认识的不清晰和看问题的模糊，进而导致我们一系列错误的决策。在投资领域内，错误的决策常常会导致灾难性的后果。出于这个原因，我对理性思维的重要性，以及获得智慧的困难程度都有感同身受的体验。

以对中国的看法为例，中国正在发生的事情是一场宏大的历史运动，它既是近代500年历史，尤其是西方近代工业革命历史的延续，又和其自身5000年的历史契合。其中的复杂性绝不是任何个人以一己之力能够轻易理解的。置身其中，我们每个人实际上都如同瞎子摸象。而且，因为我们每个人都是感情体验动物，所以摸的部位不同，所触摸出的结论，和对这些结论的确信程度又有不同。加之中国近百年来一直在动荡的大历史中跌宕起伏，自然会给每一个观察者都留下强烈的感情倾向。把我们每一个个体的"瞎子"所得出的触摸印象汇总到一起，应该能得出对大象更为客观的看法。但因为我们每个人都因个人情感强烈地坚持自己的局部印象，往往不

能跳出个人经验而观全局。以我为例，我一直能够感觉到我早年和青年时代的经历强烈地影响着我对中国的观察和理解，拒绝他人视角，有时甚至到了画地为牢的境地。在现实中，我观察到只有很少人能够冲破个人经验的藩篱而进行客观理性的思考。

中国之于西方观察者也同样如此，对不了解的复杂事物，人们倾向套用意识形态和历史经验来解读，而恰好西方的意识形态和历史经验都和中国不同，因此也很难真正客观看待中国的现实。

自然选择设计出的大脑，虽然在绝大多数情况下不能适应文化进化的成果，但是自然选择也给我们留下了改进的空间。2500年前，释迦摩尼发现了冥修，孔子发现了理性思维，这些伟大的发现，无论在过去还是现在，都让我们对未来充满信心。芒格先生认为获取智慧是人类的道德责任，对此，我深以为然。以我个人经验为例，如果不能不断修正自己的错误，不断学习进步，绝不会走到今天。过去25年，我的投资从“捡烟屁股”的方法到投资伟大的公司，从投资北美到专注亚洲、中国，这中间的每一步都是不断纠错的结果。我管理基金的资产从最初的几百万到现在已近100亿美元，收益增长50多倍，这其中真正驱动投资回报复合增长的正是知识和思考力的复合增长。只有思考力的增长速度超过资金增长速度，投资资金才会安全有效。希望我个人在这方面的经验和努力，也能被那些致力于提升思考力的朋友，尤其是年轻朋友有所借鉴。如是，我会深感欣慰。

2017年12月

# 中国经济未来可期
## ——2019年年度书评及感悟

今年我想给大家推荐的书是辜朝明先生所写的《大衰退年代：宏观经济学的另一半与全球化的宿命》。

这本书讨论的全都是当今世界最大的问题。第一：货币政策。基本上今天所有的主要经济体，如日本、美国、欧洲、中国都在大规模地超发货币。基础货币的超发现在已经达到了天文数字，造成了全世界范围内的低利率、零利率甚至在欧元区出现的负利率，这些现象以前在历史上从未发生过。同时，货币增发对经济增长的贡献又微乎其微，除了美国之外，主要发达国家的经济基本都是微增长或是零增长。这种局面造成的另一个结果就是各国的债务水平相对于GDP的倍数越来越高，同时所有的资产价格，从股票到债券，甚至房地产，都处在历史的高点。这种非正常的货币现象到底会持续多久？会以何种方式结束？结束时对全球的资产价格又意味着什么？没有人能够回答这些问题，但是几乎每个人的财富都与此密切相关。

第二：全球化。过去几十年的全球化，让处在不同发展阶段的国家的命运紧密地联系在一起，但是全球贸易和全球资本流动又和各国自己独立行使的货币政策、财政政策是互相分离的。所以全球化和全球资本流动与各国自己的经济政策和国内政策形成了相当大的冲突，也让国家之间的关系日益紧张。比如现在我们看到的日益加剧的中美贸易冲突，比如全球许多国家、地区内部的不稳定，从香港到巴黎，再到智利，各个地方的街头政治日益激烈。同时在这些国家内部，极左和极右的政治势力逐渐取代了中间力量，让整个世界都变得更加不确定。在这种情况下，未来全球的贸易和资本流动会是何种状况，也没有人能预知。

第三：在这样的国际环境下，各个国家的宏观经济政策、财政政策应该如何应对？处在不同发展阶段的不同国家的政策应该有什么样的不同？

三个问题涉及的都是当今世界的头等大事。能回答其中任何一个问题的理论，大概都是值得尊重的学术成就，而同时回答三个问题几乎是个不可能完成的任务。辜朝明在这本书中，确实提供了一个比较令人信服的视角，提出了一些基本的概念和内部逻辑完整的理论框架，在这三个问题上虽然不能说给出答案，但都至少给了我们非常重要的启发。无论你对他的理论同意与否，都值得深思。

现在说说作者辜朝明。他是野村证券研究院首席经济学家，在过去30年对日本政府有广泛影响。我第一次听到他大概是十几年前，在日本的一次YPO国际会议上。他在会议上做了一个主旨演讲，解释当时日本所谓的“失去的十年”（当然现在已经是“失去的二十年”，甚至是“失去的三十年”了）。辜朝明解释了日本泡沫破裂之后的现象，也就是经济的零增长、货币超发、零利率、大规模政府赤字、债务高砌等经济现象。对于这些现象，西方有着不同的解读，但基本上都认为是日本宏观经济政策的失败所导致的。但是辜朝明第一次给出了另一个完全相反但又比较令人信服的解读。他提出了一个自己独特的经济学上的新概念——资产负债表衰退。他把当时日本的经济衰退，归结为在资产泡沫破裂后，由于私人部门（企业与家庭）资产负债表从急剧膨胀到急剧衰落所引起的经济大衰退。在资产负债表引起的经济大衰退中，他提出了一个最独特的看法，就是整个私人部门的目标已经发生了根本性变化，不再是为了追求利润的最大化，而是追求负债的最小化。所以这个时候，无论货币的发行量有多大，私人部门和个人拿到了钱第一件事不是去投资和扩张，而是去偿付债务。因为当时资产价格的急剧下降，让整个私人部门和家庭其实都处在一个技术性破产的状态下，所以他们要做的事情，他们修补资产负债表的方式，就是不断地去储蓄、去还债。这种情况下，经济必然会引起大规模的萎缩。这种萎缩就像30年代美国的经济危机一样，因为经济一旦开始萎缩，它就会有一种自发性的螺旋式的加速进行的机制。在30年代大萧条时期，短短的几年内，整个美国经济萎缩了将近46%。

日本政府采取的办法就是大规模地发行货币，然后通过政府大规模的借债，直接投资基础设施来消化居民大规模的储蓄。通过这种方法，日本在十几年里让经济维持在同一水平。经济虽然是零增长，但也没有发生衰退。在辜朝明看来，这是唯一正确的宏观经济政策选择。日本经济也因此没有经历像美国30年代那样的大规模的、高达46%的缩减，同时又给了私营部门足够的时间去慢慢修补资产负债表。所以到了今天，私营部门和家庭开始恢复到正常，当然代价就是政府的资产负债表的严重受伤，日本政府的债务今天是全球最高的。但是它相对于其他选择，仍然是一个最好的政策选择。这是当时我听到的关于日本的最与众不同的一种解读。此后对日本经济的观察在某种程度上也印证了他的想法。

西方对于日本的政策一直持批评态度，直到2008—2009年这次西方经济大衰退之后，才对日本的态度发生了变化。因为2008—2009年之后，整个西方一下子进入到和日本在80年代末遇到的大泡沫破裂之后非常相近的情况。这个时候，西方主要的资产也开始急剧贬值，整个私营部门陷入了技术性破产，所以后来的情况也都非常相似。主要西方国家不约而同采取的政策都是大规模地超发货币。这时影响西方央行的主要经验是30年代的大萧条。在总结30年代对待经济大危机政策的时候，经济学界主要的结论

是以弗里德曼（Milton Friedman）的观点为主，认为货币政策发生了根本性的错误。2008年时的美联储主席伯南克（Ben Bernanke）是这一观点的坚决支持者。他甚至认为在极端情况下，可以从直升机上直接撒钞票。所以在应对2008年危机时，西方国家开始进行了大规模的货币超发。但是与预期不同的是，货币超发的结果并没有带来经济增长的迅速恢复。这些大量超发的货币其实被私营部门重新储蓄下来，用于偿还债务了，所以经济增长依旧乏力。除了美国有部分少量的经济增长之外，欧元区经济基本上仍处在零增长的边缘。

对此，政府的第一反应仍然是加大货币的增发，为此各国央行甚至发明了从未被使用过的量化宽松（QE）。传统上央行通过调节准备金（基础货币最重要的部分）来调节货币供给。在实行QE后，美联储创造的超额准备金达到了法定准备金的12.5倍。在随后，西方主要央行纷纷跟随使用QE之后，相应的倍数分别达到了欧元区9.6倍，英国15.3倍，瑞士30.5倍，日本32.5倍！也就是说，在正常经济情况下，如果私人部门可以有效使用这些新增货币，通货膨胀可以达到同样的倍数（比如美国1250%）。或者说如果这些货币进入资产投资，可以让资产价格急剧上升数倍至泡沫水平，亦或是强烈刺激GDP增长。

但是实际的情况是经济仍然只是微弱增长，部分资产价格逐渐上升，这一政策造成的最大后果是接近零利率，甚至在欧元区造成了今天大概15万亿美元的负利率。这让整个资本主义市场机制的根本性假设发生了动摇，而与此同时，却没有带来所预想的经济增长。此时，整个欧洲的现象就开始和当初的日本越来越像。大家开始重新思考日本的经验。辜朝明对于日本的总结、日本在财政政策上的做法重新引起了西方主要国家的兴趣。

辜朝明用了一个比较简单的框架来解释这些现象。他说依据经济中的储蓄与投资行为，一个经济总会处在下述四种情况中的一种，如表7所示。

表7 经济中的储蓄与投资行为分析

| | 借款人 / 投资人 | 储蓄者 |
|---|---|---|
| 第一种情况（经济正常增长） | 有 | 有 |
| 第二种情况（一般的经济危机） | 有 | 无 |
| 第三种情况（日本 90 年代） | 无 | 有 |
| 第四种情况（2008—2009 年，及 1929 年的美国） | 无 | 无 |

正常情况下，一个经济体中应该既有人储蓄，也有人借款投资。这样经济处在一个比较正向的增长的状态。当一般的经济危机到来的时候，储蓄者没钱了，但是还有借款人（投资人），还有投资机会，这种情况下，央行作为最后的货币提供者就非常重要。这就是30年代大萧条的重要结论，就是央行作为最后的出借人，是最后的资金提供者。由它来提供资金，然后贷给私人部门。

但是，大家没有想到的是以前没有出现过的第三种、第四种情况，也就是当借款人（投资人）缺失的情况下经济会是什么情况？比如说在日本，有储蓄者，但是在过去这几十年里，私营部门没有动力去借款投资，这种情况应该怎么办？到了2008-2009年，整个西方的情况是既没有储蓄者，也没有借款人，储蓄者本身在危机发生时就没有了，在美国基本没有储蓄，资产又大规模地下降，所以私人部门基本都处在技术性破产的情况下。同时，在欧洲基本上也没有投资机会，做了几轮QE之后，基础货币大规模超发，仍然没有人愿意去投资，经济中没有投资机会。人们拿到钱之后又以负利率的形式反交给银行。这种情况以前从未发生过。

辜朝明的基本研究框架的主要贡献是第三种和第四种情况，也即借款人缺失的情况下的一些现象。比如说日本，属于第三种情况，有人储蓄，但是没有人借款。这种情况下，他认为政府必须要承担最终借款人的责任，通过财政政策，由政府直接投资。因为如果不这么做，私营部门不愿意去做借款人，经济就会开始萎缩，而一旦经济开始萎缩，它本身会有一种螺旋、加速的机制。这种加速甚至能导致经济减半，大规模失业，引起的社会后果不堪设想。我们知道在30年代希特勒上台、日本军国主义复活都和

当时的经济大萧条直接相关。

第四种情况就是2008-2009年发生的情况，既没有储蓄者，也没有借款人。此时，政府应该既充当最后的资金提供者的角色，同时也要充当最终借款人的角色。对美国来说，2008-2009年时它一方面通过央行超发货币，一方面财政部通过TARP法案，给所有系统性重要商业及投资银行直接注资，这样同时解决了储蓄及投资人双缺失的问题，稳住了经济。而西欧直到今天可能还处于第三种甚至是第四种情况，既没有储蓄者，也没有借款人，而又因为欧元区本身的限制，欧洲只可以使用货币政策，欧元合约限制了欧洲尤其是南欧国家使用财政政策扩大内需，这种限制将来可能会造成灾难性的后果。

辜朝明用以上框架分析了今天世界面临的独特的经济现象（第三种和第四种情况），对于目前发达国家的经济政策也提出了自己的一些看法。

接下来他还考虑了这个问题：为什么西欧和美国都走向了资产泡沫？而且又在资产泡沫破裂后都没有找到增长的途径（除了美国还有比较微弱的增长）？为了回答这个问题，他在书中提出了我认为是第二个比较独特的视角。这个视角对于今天的中国尤为有意义。他提出了经济发展在全球化贸易的背景下有三个不同的阶段。

首先我们先介绍一下在发展经济学中一个重要的概念——刘易斯拐点。在城镇工业化早期，农村的剩余劳动人口不断被吸引到城市工业中，但是随着工业发展到一定的规模之后，农村剩余劳动人口从过剩变到短缺，经济进入全员就业的状态。这个拐点就被称为刘易斯拐点。这一观察最早由英国经济学家威廉·阿瑟·刘易斯（W. Arthur Lewis）在50年代提出。第一个阶段是刘易斯拐点到来之前的早期城镇工业化过程。第二个阶段是经济过了刘易斯拐点之后，社会进入到一个储蓄、投资、消费交互增长的状态，又被称为黄金时代。第三个阶段，也就是辜朝明提出的一个独特阶段，是在全球化背景下，经济体在经过成熟发展期，进入到发达经济阶段后，会进入到被追赶阶段。为什么会出现这种情况呢？因为在这个时期，国内的生产成本增加到一定水平后，在海外的其他发展中国家投资就变得更有优势。早期时，在海外投资的优势因为各种文化、制度上的障碍显得不是很清晰，但当国内生产成本高到一定程度的时候，而且在其他国家建立起海外投资的一些基本能力之后，在海外的投资就变得比国内投资远有益处。这时，资本就会停止在国内投资，国内工资也将开始停滞不前。

第一个阶段中，也即刘易斯拐点到来之前的早期城镇工业化过程中，资本拥有绝对的掌控力，劳工一般很难有定价权和讨价还价的能力，因为农村里有很多剩余人口，找工作的人很多，企业自然就会剥削工人。

第二个阶段，也就是过了刘易斯拐点之后，进入到经济发展的成熟阶段，这时候企业需要通过提高对生产设备的投资以提高产出，同时满足雇员的需求，增加工资，改善工作环境和生产设备等等。在这个时期，因为劳动人口已经开始短缺，经济发展会导致工资水平不断上升，工资上升又引起消费水平上升，储蓄水平和投资水平也会上升，这样公司的利润也会上升，形成了一个互相作用、向上的正向循环。这个阶段中，几乎社会中的每个人都能享受到经济发展的成果，同时会形成一个以中产阶级为主的消费社会，即使是教育程度不高的人，工资也在增长，社会各个阶层的生活水平都在提高。所以这个阶段也被称为黄金时代。

到了第三个阶段，社会开始出现分化。对于劳动力来说，只有那些技术含量比较高的工作，比如科学技术、金融、贸易、国际市场类会继续得到很好的工作回报，那些教育程度比较低的传统制造业工作的工资会逐渐下降。社会的贫富差距进一步扩大。国内的经济、投资机会逐渐衰竭，投资机会被转移到了海外。这时GDP增长主要依靠持续的科技创新。如果这方面能力比较强（如美国），GDP仍会低速增长；如果创新能力不强，创新速度不快（如欧洲、日本），则本国经济增长乏力，投资转移到海外或非理性领域。

辜朝明认为西方社会大概在70年代进入到第三个阶段，当时主要被日本和亚洲四小龙追赶。到了十几年之后的80年代，中国开始进入到国际经济循环中，日本也开始进入到被追赶阶段。处在被追赶阶段后，国内经济增长机会急剧减少，经济增长就比较容易进入到那些易形成泡沫的领域中，无论日本、美国还是西欧都是如此，资金先后进入到房地产、股市、债市及衍生证券中，造成了巨大的泡沫形成和之后的泡沫破裂。泡沫破裂之后，因为本身国内经济增长机会仍然有限，增长的潜力仍然很少，所以私营部门一方面为了修补自己的资产负债表，另一方面也缺少投资机会，其经济行为不再是以追求利润最大化为主要目标，而是转变为以追求债务最小化为主要目标。这样，基于传统经济学理论的一些预测基本上都失灵了。

辜朝明指出，在经济发展的不同阶段，政府的宏观政策会有不同的功用，因而需要使用不同的政策工具。这一看法对中国当前是最有启发意义的。在早期工业化过程中，经济增长主要是靠资本形成、制造业、出口等等。此时，政府的财政政策会发挥巨大的作用，政府能把有限的资源集中起来，投资到基础设施、资源、出口相关服务等，这些都有助于新兴国家迅速进入工业化状态。几乎所有国家在这一阶段都采取了积极的政府扶持政策。进入到第二阶段，经济增长的主要动力是工资和消费的双增长，因为这个时候社会已经全员就业，所以基本上任何一个部门、领域只要增加工资，其他部门和领域的工资必然也会发生刚性的增加。工资增加引发消费和储蓄增加，而企业为增加产出会使用这些储蓄增加设备投资，从而实现

利润增长，因而更加有能力以增加工资的方式吸引更多员工，如此反复循环，呈现出一种正向、互相追赶式的增长。这种增长主要来自国内经济的自发增长，此时起到决定意义的主要是处在市场前沿的企业家及个人、家庭的投资、消费行为，因为他们更能把握市场瞬息万变的商机。所以这个时候最有效的是货币政策而非财政政策，因为财政政策和私人投资都来自于有限的储蓄，而且财政政策用得不好还会造成和私营部门的投资互相冲突、互相竞争资源和机会。到了第三阶段，也就是被追赶阶段，财政政策又变得很重要。因为国内投资环境恶化，投资机会减少，私营部门因海外投资收益更高，而不愿意投资国内，但国内仍然有很多储蓄。此时由政府出面，例如像日本的这种方式，大规模进行社会投资，投资于基础设施、基础教育、基础科研等等，虽然利润不高，它可以弥补国内的私营部门投资不足，居民储蓄过多而消费不足，这样可以保障社会就业，维持GDP水平不进入螺旋式下跌，更加适合这一阶段的经济发展。反而货币政策在这一阶段会常常失灵。

对宏观政策使用方面的讨论对中国现在的发展非常有意义。虽然不同观察者提出的观点不同，但大体上中国应该是在过去一些年中已经越过了刘易斯拐点，开始进入到成熟的经济发展状态。我们看到过去10年里工资水平、消费水平、储蓄水平、投资水平都呈现出加速增长的趋势。但是通常因为政府的惯性比较强，所以当经济发展阶段发生变化时，政策的制定和执行会有一个滞后效应，常常仍然停留在上一个发展阶段的成功经验中。这些宏观政策和经济发展阶段错位的现象在各个国家各个阶段都有发生。比如说，在今天的西方，宏观政策还是停留在黄金时代比较有效的货币政策，但从实际的结果来看，这些政策有效性很低，以至于到今天很多西方国家，尤其是欧洲和日本在货币超发、零利率甚至负利率的情况下，通货膨胀率还仍然很低，经济增长仍然极其缓慢，债务剧增。同样地，当中国经济已经开始进入到后刘易斯拐点的成熟阶段后，政府还是比较侧重于第一阶段中的财政政策。我们在过去几年中看到的关于经济改革的一系列举措，虽然说初衷是好的，是为了调整前一阶段经济工业化、制造业大发展带来的存量问题，但在实际执行结果上造成了民营企业大规模的加速倒闭，客观上形成了一定程度上的国进民退现象，最重要的是伤害了民营企业家的信心，因此也引起了一定程度上的动荡和消费者信心不足，减低了这一时期潜在的经济增长水平。

今天中国的净出口对GDP增长的贡献已为负数，而消费贡献了70-80%，其中私人消费尤为重要，是今后中国经济增长最根本的动力。在黄金时代中，最重要的是企业家和消费者个人。所有的政策的侧重点、出发点都应该聚焦在如何增强企业家的信心，如何建立比较清廉、公正、规范的市场规则，如何减少政府对于经济运行的权力，简政放权，减轻税务，减少负担。从其他发达国家在黄金时代的经验上看，货币政策在这一时期更为重

要。

在第一阶段中，中国主要的货币政策是间接金融的模式，几乎是强制性的大规模储蓄，然后由政府控制的银行体系把资本大规模、低成本地导入到制造业、基础设施、出口等国家战略产业中，这一政策对于中国快速的工业化是成功的。第二阶段中，一个主要的方向应该是如何让整个社会的融资方向、方式能逐渐从上述体系中解放出来，从间接金融转向直接金融，让民营企业家、个人消费者能有机会成为主要的最终借款人。我们看到过去几年中，已经开始出现这方面的松动，比如说借助于金融科技，我们看到消费信贷已经有了初步的发展。当然长期来说，能不能把房地产抵押贷款做得更好，释放二次再抵押贷款的潜能，都是很值得研究的问题。在金融中如何扩大直接金融的比例，加快注册制，增强股市对民营企业融资的能力，债券市场、股权市场的建立等等，都是这一阶段宏观政策中最重要的工具。另外，政府的职能是否能从指导经济转到辅助、服务经济，权力上进一步削减，也都是这一阶段宏观政策上最大的考验。

过去这几年，虽然一些宏观政策的初衷都很好，但因其是行政手段，最终的实际结果不尽如人意。在很大意义上，这也提供了研究观察这一阶段经济特征的另一个视角和教训。在第二个阶段黄金发展期，有一些政策如果通过市场自发来调节，可能效果会更好。相反，人为的做法可能会揠苗助长。这些都是对于中国目前最重要的课题。

现在日本、西欧、美国等国家处于第三阶段，而中国仍然处在第二阶段，中国未来的增长潜力还是很大的。中国人均一万美元的GDP水平，对于西方发达国家仍然具有成本优势，而后面的其他新兴发展中国家（如印度等）还没有形成系统性的竞争优势。中国可能在相当长一段时间内都会处在黄金发展的机遇期。今天中国人均GDP在一万美元左右，但人均GDP达到两万美元的人口已经超过一亿，主要分布在东南沿海城市。其实中国从人均GDP一万美元向两万美元的跃进，并不需要最先进的科技，只需要将东南沿海城市的生活水平、生活方式大规模向内陆传播。这就是消费增长的动力，最主要的动力就是“邻居效应”。别人的东西、别家的东西我也想要有，再加上电视、网络等媒体传播，把东南沿海一亿人口的生活方式传播到其他的十几亿人，就达到了人均GDP两万美元。今后若干年，中国的工资水平、储蓄水平、投资水平和消费水平还会呈现相互追赶的、螺旋上升的状态，处在一个互相促进的正向循环中，投资机会仍然非常丰富、优异。如果中国能够学习西方国家在黄金时代的货币政策，对政府和市场的关系做一些调整，对释放其经济增长潜力将会大有益处。另一方面，西方尤其是西欧如果能学习日本（包括中国）的一些财政政策上的有益经验，让政府承担更多最终借款人的角色，更大规模进入基础设施、基础教育、基础科研的投资，则对西方发达国家在第三阶段被追赶时期维系经济增长

也会有好处。

在经济发展的不同的阶段采用不同的政策方式和工具，这本身对经济学也是一个很大的贡献。经济学不是物理学，不存在一成不变的公式和定理，它必须要研究现实中不断变化的经济现象，提出适合这个时期的最重要的政策。所以从这个意义上来说，这本书中的理论框架对于经济学研究本身是一个突破，一个有益的尝试。

当然这本书要回答的这三个问题都是现今世界上最困难、也最重要的问题，不太可能有完美的解答。作者对日本的经验了解比较深，书中的很多观点也都以此为出发点，但日本的经验是否真的适用于欧洲国家和美国，也有待商榷。量化宽松、货币超发、零利率及负利率、高资产价格、社会贫富不均、民粹政治崛起——这些主要由发达国家引发的国际现象仍会在相当长的时间里困扰所有国家的政策制定者及普通民众。对于中国而言，因为目前仍处于后刘易斯拐点的黄金发展期，而已经过了这一阶段的西方及日本等发达国家为这一阶段的经济政策，尤其是货币政策留下了丰富的参照经验。只要政策制定者能够认清目前自身所处的阶段，做出适当的调整，就有可能充分释放黄金发展期巨大的经济增长潜力。中国未来前途依然可期。

2019年11月

# 见证TED17年

## ——写在TED30岁之际

2014年是TED 30周年纪念，是我连续第17年参加TED会议，也是互联网诞生25周年，和我来到美国的第25个年头。在此时对过去做一点回顾，也算是顺理成章。

先来说说TED2014，近些年的会议每年都会有几个杰出的演示。过去TED只是一个周末活动，我可以说几乎每个演讲都是精品。现在会议延长到一周，难免就会有一些不那么符合TED水准的演讲，但每年总还是会有几个亮点可以体现会议真正的价值。

今年亮点之一是谷歌创始人拉里·佩奇（Larry Page）的演讲。他有一个核心观点：特别成功的公司，是那些敢于想象未来，并付出行动创造未来的公司。这听上去是老生常谈，但又确实是个真理。他实际上想说预测未来的最好方式就是创造它，这就是硅谷一直以来在做的事情。在佩奇提到的众多谷歌"未来项目"中，安卓就是其中一例。这个项目最初看上去和它挣钱的主业没有关系，但恰恰体现了谷歌公司的真正风格。谷歌从来就没想把自己局限于搜索引擎，它的口号是"组织全球信息"。谷歌的眼光远远不限于当下，而是投向未来，它们想成为定义未来的公司，并为创造未来作出贡献。当触屏技术出现时，安卓这个项目的重要性就显示出来了，今天安卓系统占据了80%的智能手机端，而且比重还会继续增加，绝非偶然。这个项目仍然一分钱不挣，事实上谷歌成立前10年都没挣什么钱，挣钱不是他们考虑问题的唯一方式。佩奇还演示了他们正在做的其他几个项目，比如一个让偏远贫穷地区有网络覆盖的慈善项目。用成本很低的热气球组成空中多通交叉网络，再和卫星信号连接，以此就能在本来没有任何通讯连接的地方覆盖互联网。每个热气球几乎不花什么钱，卫星信号已经在那里了，这个项目是以很低的成本让原本没有通讯网络的地区也和世界联结了起来。我很佩服佩奇。

另外一个亮点是由麻省理工学院媒体实验室的休·赫尔（Hugh Herr）教授展示的一项仿生学技术。赫尔教授本人做过双腿截肢手术，演讲时戴着义肢在台上走来走去，但是我觉得看上去非常自然，原来他的假肢使用的是现在最先进的仿生学技术，这些机器可以直接从肌肉和血液中收取同步信号，并通过高速计算机把它们传感到义肢中，以确保它们几乎和自生腿有一样的功能。展示过程中，教授还邀请到了一个去年在波士顿恐怖爆炸案中不幸失去一条腿的女孩，她曾经是一位芭蕾舞演员。爆炸案后赫尔教授告诉她说："我们能让你继续跳舞。"之后整个团队花了200多天的时间找

到了解决方法，用她另一条腿里跳舞时的肌肉和血液信号，同步传感给义肢。女孩在TED的舞台上当场翩翩起舞。如果不是她穿的Tata暴露了那条假肢，现场观众根本看不出她和杰出的芭蕾舞演员有任何区别。一支舞毕，掌声雷动，全场为之动容。这样的时刻实在让人惊叹技术可以给人类带来的变化。

同样的技术也可以应用在其他的人体支持设备里。比如把这个肌肉信号的技术和支持设备用在健康的人体肢体上，那么士兵们就可以行军万里毫不费力了。这是项前所未有的技术，所需的就是电池和同步仿生信号，而且可以和真的肢体配合得很好，我们完全可以想象用这样的技术创造出超级士兵和超级运动员。我认为这项技术的未来趋势是把人脑和机器结合在一起，这样我们就能够制造出真正的超人了。

还有一个演讲也非常有意思。这是一家两年前在车库里创建的太空技术公司，开始时只有不到10个员工，他们的想法是要造出很多非常便宜的卫星。要知道卫星的造价是很高的，它们体积巨大，而且需要火箭发射，火箭还不能够被再次利用，所以发射卫星成本非常之高。所以创始人就设想，能不能造出鞋盒大小的卫星，把它们装载在一个飞船里直接带入到太空站，再从太空站中直接释放到太空中，并通过自我导航进入到既定轨道。这个想法听上去很不现实，但是两年以后，他们居然真的发射了28个鞋盒大小的卫星，这些卫星的主要任务之一是每分钟给地球拍出清晰的照片。演示结束后我问创始人：“你的卫星有没有拍到失踪的马航飞机？”他回答我说：“我们的卫星是在事故发生3天后发射出去的。”所以如果他们发射的时间哪怕早一个礼拜，应该就会拍摄到很清晰的飞机照片了。28个卫星覆盖了整个地球，以分钟为单位拍摄照片，所以他们实际上是拍出了动态照片流，记录天气模式、水流变化等等一切人类的活动和极端事件。除了隐私方面的问题之外，这真是一项了不起的技术。值得一提的是，这个公司的风险投资人是我的好朋友，他同时也是特斯拉和Space X项目的投资者，是埃隆·马斯克（Elon Musk）的坚定支持者。

另外一个值得一提的是布兰·费伦（Bran Ferren）的“五个奇迹”演讲，他讲到了位于罗马中心的一个万神殿，该殿中间是一个巨型的平滑穹顶，顶部有一个开放的孔，完全由石头筑成，没有任何金属支撑材料，2000年前能建造出这样的神殿，实在是一项工程技术上的奇迹。实际上他是用这个作类比说明，所有颠覆性的技术都需要至少连续五个工程技术奇迹才能实现。比如说无人自动驾驶，费伦认为这项颠覆性的变化所需要的五个奇迹都已经具备了，所以在不远的将来这个技术就会带来历史性的变化。试想一下，如果所有车辆都可以无人驾驶，通过感应器和中控云端数据互相沟通，那交通问题就可以彻底得以解决，因为在任何时候，车都了解路况和速度等，交通信号灯也不再是固定的时长，只有三种颜色，而会变成更灵

活的交通管控。托感应器的福，也不会再有交通事故，这可以大幅改善大城市里人们的生活质量，尤其是像洛杉矶、北京、上海这样交通拥挤的城市。费伦相信所有创造无人自动驾驶的必要工程元素都已经具备了：一个超级云计算中心，非常灵敏的感应器，实时高速无线通讯，以及车的电力控制和发动，制造能力就更不用提了。谷歌的自动驾驶车已经无故障行驶了数十万公里，如果自动无人驾驶车在美国获得成功，我相信会很快风靡全世界。

今年刚好是TED成立30周年，回顾这30年，我很感慨世界发生的巨大变化，而科技在这些变化中起到了核心作用。TED总是在第一时间见证那些最主要的变化。仅仅是我参会的这17年，在TED上见证过的变化就是如此令人难以置信。1997年，我第一次来TED是作为演讲嘉宾，就在我演讲的前一天，邓小平去世了。TED的规则之一就是每一个演讲都是主题演讲，每个演讲不超过20分钟，我那天的演讲持续了一个小时，可是TED的创建人理查德·索尔·乌尔曼（Richard Saul Wurmen）并没有打断我。那个演讲得到了好评，观众们甚至起立鼓掌。但我对其他人的演讲更有兴趣，当时我感觉到，这是个值得再来的会议，所以在接下来的17年里，我几乎一年不落，每年都来了。这些年来，我清楚地记得有那么一些瞬间，深刻地改变了我的思维方式。至今我还记得我第一年来TED的时候和一个叫马文·明斯基（Marvin Minsky）的人聊天，此人是麻省理工学院的教授，非常直率，特立独行。他当时直言不讳地探讨了大脑进化，并且大胆预言人工智能有一天会赶上人类的自然智能，并最终和人类的自然智能合二为一。我问他如何看待灵魂，他说“灵魂”就是一堆细胞，我们人体身体上没有一处不是生物的。我成长在中国，且一直自认为是个很注重精神世界的人，这个概念让我深深震惊，之后花了很多年才能真正消化。我费了很多脑筋思考他的答案，后来也花了很多时间研究生物进化学，最终相信他说的是对的。还有另一个让我记忆深刻的瞬间，2006年纽约大学的韩裔教授韩杰夫（Jeff Han）展示了一种技术，只要用手控制，就可以移动显示屏上的图片和任何东西。神奇极了。每个人都被震撼到了，包括我在内的在场的每个人都认为这个技术将会在很大程度上改变我们的生活。一年后，第一代iPhone上市了，我们都说“这不就是韩杰夫吗”？紧接着又出现了iPad及安卓类似的产品，可是我们在韩杰夫那里早就看到了。这以后移动互联网时代真正到来了，而这个改变的开始就发生在TED舞台上。

这些年来TED有很多这样的瞬间。乔布斯在TED舞台上第一次展示他的苹果（Macintosh）电脑，Sun-System最先介绍了Java系统，韩杰夫展示的触屏技术直接导致了苹果的I系列产品，谷歌、亚马逊、推特的创始人都曾在TED舞台上首次介绍自己的产品，并且每年都来参会。还有比尔·盖茨（Bill Gates）、克莱格·文特尔（Craig Venter）、埃隆·马斯克等很多高科技的风云人物也一样。就我参会的17年而言，几乎每年都有这样一些瞬

间，让你不得不屏住呼吸，赞叹人类非凡的创造力和想象力。你必须要来到TED来感受科技的前沿，触摸到发展的脉搏，才能够亲眼目睹这些了不起的技术、超乎寻常的想法、强大的野心和驱动力，在如何塑造着我们所生活的世界。去年在TED舞台上，埃隆·马斯克宣布通过火箭重复利用的办法，他可以让太空旅行的成本减少90%，每个人大概只需要50万美金就可以去月球旅行。他甚至预言他可以在5年之内完成这项技术。他如此急迫的原因是因为他还有一项更宏大的计划，就是希望在20年以内，在火星上创造一个能够自给自足，能够提供循环能量，适宜人居的殖民地。

这些年来，我在TED舞台上见证了太多大胆的预言最终成为现实，这让人感觉到似乎一切皆有可能。我确信我需要每年都到这里来感受和目睹科技发展的最前沿，甚至可以说去触摸人类进化的脉搏，因为人类进化不仅存在，而且还在进行。我第一次有这样的想法，源于克莱格·文特尔第一次在TED的演讲，那次他宣布他的团队已经首次完成人类基因图谱排序。若干年以后，他又来到了TED，宣布通过计算机算法，他成功创造了世界上第一个由人类制造并能自我繁殖的新物种。这是两个开启新时代的瞬间，给人类带来了无穷的想象空间。比如说从人类出现至今，我们以人类文明的名义毁灭了很多物种。而现在我们已经进化到了可以创造新的物种，甚至可以仅仅通过使用博物馆里的基因标本，加上近亲繁殖的技术，让已经灭绝的物种重回自然。仅仅是在过去几年，人类对生物工程技术就已经掌握到了相当高的水平。我想在不久的将来，我们就可以重新塑造人体器官，甚至造出聪明的机器来延伸大脑的功能。这时你会感受到人类进化还远没有结束，任何生命的进化都是个持续的过程，现在我们有能力参与，甚至在某种程度上操控这个过程。这种灵光一现般的启迪性瞬间，就好像我在大学时第一次接触到海森堡的测不准原理，以此为界，物理学从经典物理学进入到现代物理学；也像是1972年人类第一次通过卫星照片看见茫茫宇宙中的地球家园，那么美丽而脆弱。你永远不会忘怀这些动人的瞬间。

自从200多年前蒸汽机开启了工业革命，几乎所有的人类发明都是用来延伸人体肌肉的力量。过去10年左右，发明创造则转向了延展人类大脑的力量。我想到了一定时候，我们不仅能治愈一切精神疾病，更重要的是可以重组知识和智能。麻省理工大学媒体实验室的创始人尼古拉斯·尼葛洛庞帝（Nicholas Negroponte）在过去30年在TED舞台上的预测比绝大多数人都准确。今年在TED他又一次语出惊人，预测30年以后，人类就可以研制出一种饮料，只要喝下去就可以把所有人类知识都注入自己的大脑。在你嘲笑他的异想天开之前，你需要知道，30年之前当他第一次预言互联网的时候，还压根不存在这件事，而到了今天，互联网在我们的生活里已无处不在了。

2014年也是我来到美国第25周年，仅仅25年，世界发生了巨变。在我看

来，主要有两种动力驱动这个变化——全球化和互联网带来的科技加速发展。

伴随1989年苏东解体，东欧、苏联国家都接受了市场经济，在1992年邓小平南方视察后，中国也被彻底纳入了全球市场。至此历史上第一次所有重要的国家都采用了市场经济，现在我们已经有一个覆盖了世界每个角落的全球市场。这是史无前例的。也是在1989年，英国工程师蒂姆·伯纳斯-李（Tim Berners-Lee）发明了一个很聪明的方式在同事间传输数据，让彼此更好地交流，他把这个方法命名为万维网（World Wide Web）。就是这个小小的发明释放出了震惊世界的力量，把全世界连结在一起。今天，互联网已经连结起世界40%的人口。我想不用多久，这个数字就会接近100%。伯纳斯-李今年也来到了TED会议，很奇特地和爱德华·斯诺顿（Edward Snowden）的机器人“替身”同台交流。他提议在互联网25岁之际，我们需要一个“互联网大宪章”保护它不受政府过多干涉。他希望能通过云端众包，收集到写入宪章的最佳想法，并最终让所有主要政府都能遵守。

我感到无比幸运，能在过去25年里，亲身见证伟大的人类发展进程，首先是作为一个爱国学生，然后是作为风险投资人在最前线见证互联网的诞生及发展。我和很多引领变化的人结为好友，近距离地观察每一次里程碑式的变化，亲身感受它发生之快，对生活改变之深远。

驱动人类发展的两大动力就是人类的智能和进取心，那些在最前沿推动人类发展的通常是这样的人——聪明过人，雄心勃勃，且具有人类学家爱德华·威尔逊所说的利他主义基因。正是这样的力量，让我们从笨拙的猴子，进化成地球的统治者。在TED的舞台上，你会见到很多这样的人，他们像磁铁一样吸引着彼此，激发着彼此的灵感。马文·明斯基是对的，灵魂只是一堆细胞，但组成这些人灵魂的细胞绝非寻常。他们在一起发明出了能极大延伸人类肌肉力量的机器，现在又在前线研究如何延伸人脑的力量。通过生物工程，他们还能让已经灭绝的物种起死回生。他们甚至还在认真考虑去其他星球建立人类殖民地。我们在TED上见证到的一切，正是不断进行中的人类进化过程的现在时，如今我们不仅可以直接参与，甚至在某种程度上可以掌控它的方向。

最后，作为一个TED的资深参与者，我在这里也获得了新的身份认同。25年前来到美国以后，我曾挣扎过很久，不知自己到底是中国人还是美国人。在几年前，我已经开始明白我既是彻头彻尾100%的中国人，也是纯正的100%美国人，而且1＋1＞2。在全球化的今天，我们都是世界公民，同属人类大家庭，现在开始觉醒对其他物种命运的关怀，及对地球母亲的责任，然而依然渴望在遥远太空之外的其他星球上，再建人类家园。这就是今天我们所在的历史坐标点。如果你今天还不认同这个观点，技术发展

本身就会在未来某天说服你。

2014年3月

## 人性与金融危机

### ——2016年新年感言

2016年新年伊始，观看了电影《大空头》（*The Big Short*）。影片改编自迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）的同名小说，讲述了最早发现2007-2008年次贷危机以及美国整个金融系统的漏洞、并着手做空来获利的几位投资人的传奇故事。影片中涉及的许多事件，我都亲身经历过；影片中的各色人物，我都或多或少有过交集，所以观看起来，更多了一些身临其境的现实感，由此也引发了一些感想。

从2005、2006年开始，我个人也因为偶然的原因发现了信用违约掉期（CDS）这个产品，做了一些研究，也一度准备大规模进入，通过CDS做空。后来在和查理·芒格的几次谈话之后，逐渐打消了这个念头。查理反对的原因也很简单：如果我的分析是正确的，那就意味着最终要么承接这些产品的交易对方，那些大的金融公司可能因为破产而不能兑现；要么这些大的金融机构被政府通过纳税人的钱救活了，这时你赚的钱其实也是纳税人、政府的钱，于心并不踏实。后来结果果然证实了查理的这个判断，那些从这次历史上最大空头中赚的钱其实最终都是直接或间接从全球纳税人手中拿到的。因此我也从来没有因为没有赚到纳税人的钱而后悔过。

投资本身就是对未来的预测，虽然预测得对，多多少少会带来一些愉悦感，但是不同的赚钱方式导致的结果还是不一样。后来在迈克尔·刘易斯的这本书出版之后，我又和查理有过几次交流，谈到当时的这个决策，他说当时如果你因为做CDS赚了很多钱，可能你直到今天还在寻找下一个大空头的机会。人的本性就是这样。对冲基金投资人鲍尔森（John Paulson）是这次大空头最大的赢家。这几年，我观察鲍尔森自2008年以后的业绩，倒是又一次验证了查理的这个判断。君子爱财，取之有道，指的不仅是赚钱的方式、方法，在查理看来，所赚之钱的来源也同样重要。在这一点上，我也深以为然。这些大空头赚的钱，其实最终还是由广大的纳税人填补上来的。普通纳税人既是这次全球金融危机最大的受害者，又是这次金融危机最终买单的人。在这样的危机里赚钱实在是于心不忍。但这次刻骨铭心的经历，让我对于金融行业的危险更加胆战心惊。

更重要的是，影片以做空人的经历为引子，揭示了由美国引发的2008年全球金融危机中的种种人事，以及酿成这次危机的深刻的人性原因。

这次金融危机在很大意义上是由金融行业的特点酿成的。因为与其他任何服务行业不同，金融产品在绝大多数时间里对绝大部分人来说，都很难判

断优劣。这为金融行业腐败缔造了天然的土壤。2008年从美国引发的全球金融危机仅仅是近年来最极端的一个例子。从事金融工作的朋友，无论国内有没有引进这部电影，大家都应该想办法找来看一看。

英国人阿克顿（John Emerich Edward Dalberg-Acton）有一句名言：权力导致腐化，绝对权力导致绝对腐化。二十几年从事金融行业的经历，常常让我觉得，由信息不对称引起的权力倾斜，加之巨大的金融利润诱惑，对整个金融业的腐化更甚，更能引发系统性的金融危机。

然而至少在2008年以前，西方监管机构的主流观念倾向认为，自由市场经济在金融行业内同样普适，所以以少干预、不干预为优。这一观念最为前联邦储备银行行长格林斯潘（Alan Greenspan）所推崇。

自由市场经济当然是人类历史上最伟大的制度创新，不过确确实实也存在例外。这些例外被定义为市场失灵。但到目前为止，市场失灵被认为最主要存在于公共服务、自然垄断及外部性领域，对金融领域内的市场失灵则讨论较少。然而据我本人的经验和观察，市场失灵实际上广泛存在于金融市场。所以在金融领域里，负面清单式的自由比起正面清单自由，常常更具破坏力。2008、2009年全球金融危机就是一次极端性的教训。

我们刚刚经历过的2015年，中国场外融资极端杠杆的使用也让国人经历了一次惊险。如果政府当时没有及时采取有力措施，后果实在不堪设想。

最近一段时间，由于一桩众所周知的收购风波，我有机会阅读了一些保险公司的所谓万能险产品合同，读后让我后背阵阵发寒。如果今天我处在监管部门的位置上，这样的产品大行其道，一定会让我夜不能寐。

金融市场就是一个暴露人性弱点的机制，这一点从现代金融市场诞生的那一刻起，就没有变过。今天中国的金融混业看来已是势在必行，直接金融也会成为今后实体经济发展最重要的推手之一。在这样的大背景下，从金融监管到金融从业人员应该更加警醒金融行业本身对人性的挑战。因为人性的特点，金融自由化一定会引发腐败；绝对的金融自由化常常会导致巨大的金融危机。

我也并非主张绝对金融管制，更不是主张自由市场在金融业里不发挥重要作用，但是所有的历史经验都表明，对金融行业的天然风险保持高度警惕，永远是个明智的策略。2016年是中国十三五开局之年，市场直接融资将变得更加重要，混业经营也成为趋势。在这样的背景下，作此感想一篇，以为2016年开年自省。

2016年1月

# 思索我们的时代

在过去的一两周，有一系列大事件迅速发生。表面看起来，这些事件似乎是随机的。但当把它们联系到一起时，我却不得不要停下来驻足思考我们所处的时代。

2月22日，美国航空航天局（NASA）发现了一个新的太阳系。这个太阳系距离我们只有40光年，其中有7个类地行星，因此这些行星上可能有生命存在。几天后的2月27日，埃隆·马斯克（Elon Mask）宣布，SpaceX将于2018年将携带有两名付费客户的Dragon II飞船发送到月球轨道上。这将是1972年阿波罗计划结束之后载人飞船首次重返月球。

几天后的3月1日，世界气象组织（WMO）确认，南极气温创下了新高纪录：63.5华氏度（17.5摄氏度）！地球上90%的淡水以冰川的形式存在于北极，如果这些冰川融化，可能将海平面升高200英尺。就在同一天，科学家在加拿大古代岩石中发现了微型化石。这一发现将地球生命的起源推到更久远的37.7亿到42.8亿年前，也就是说地球在45亿年前形成后没过多久，就在地狱般的条件下产生了生命！

我们再回到地球上，3月3日中国开始一年一度的两会。期间，中国政府再次承诺，要在2017年让1000万人民摆脱贫困，并在2020年彻底消除贫困。如果这个目标实现了，将会是中国5000年历史上的首次创举——要知道中国这块土地上生活了将近五分之一的地球人口。同一天，美国国家医学科学院发起了一项针对人类衰老和长寿的大挑战，以2500万美元奖金来催化有利于人类健康长寿的科学研究。

仿佛是冥冥中的安排，让我更好地理解这些事件，上周二我应邀参加了由伯格鲁恩研究所（Berggruen Institute）主办的一场晚餐会，席间我与尤瓦尔·赫拉利教授讨论了他的新作《未来简史》。周四晚上，我和一位老友胡安·恩里克斯（Juan Enriquez）在晚餐上的交谈又给了我很多启示。胡安是我们时代最重要的思想者之一，著有《自我进化：非自然选择如何影响地球上的生命》。紧接着，周五晚上，我很荣幸地出席了美国国家医学科学院“人类长寿大挑战”的项目启动晚宴。晚宴在95岁高寿的好莱坞传奇人物诺曼·利尔（Norman Lear）的宅邸举办（还有比这更合适的举办场所吗？）。在场的其他客人包括来自全国各地的企业家领袖、风险投资人、诺贝尔奖获得者、音乐家、思想家和艺术家。所有这些际遇都在帮助我更好地思索理解我们这个时代。

自1900年以来，全球平均寿命已增加了一倍多，达到70岁左右（发达国

家的平均寿命约再长10年）。换句话说，在100多年的时间里，人类寿命的延长幅度比之前10万多年里人类在全部历史中的增长幅度还要大。这是现代文明取得的惊人成就！然而在后工业化时代的今天，全世界仍有约9%的人口生活在贫困线之下。绝大多数人生活在发展中国家，还无法充分享受到现代化生活的福祉。这种情况的存在不是因为人类作为一个整体，所创造的食物不够养活所有人，也不是因为人类创造的财富不够让所有人来分享。原因是不均匀的财富分配。

在过去的40年中，中国经济高速发展，使数亿人民从贫困线脱离。同样重要的是，中国的实践为其他国家，尤其是非洲国家和印度，展示了一条新的经济发展道路。

然而，世界各地的快速工业化也导致了意想不到的后果，其中一项就是可能会让地球变暖到不再适宜人类生存的程度。一直以来，人们都认为地球变暖的罪魁祸首是二氧化碳排放。然而最新研究表明，沼气（甲烷）比二氧化碳在臭氧层里隔挡太阳光反射的能力可能要高上10倍。地球上大部分甲烷以冻结沼气状态储存在西伯利亚的冰雪大地上。地球的持续升温最终可能导致甲烷被释放到臭氧层中，进一步加速全球变暖。据一些业内领先的气候科学家的最新估算，海平面迅速上升的局面很可能是几十年内的事情，而不是之前所估计的几个世纪。

在美国，人工智能和生物工程的发展让人类全新的未来世界不再是幻想：在这个未来世界中，人类不再愿意把“进化”这一头等大事交给随机选择。相反，我们有意将自己进化为一种更高等的智慧生物，将我们的生命不断延长直至不朽，再配置上一个能够适应不同星球乃至星际间生存的躯体。在之前提到的美国国家医学科学院“人类长寿大挑战”项目启动晚宴上，一位知名企业家宣称：“死亡只是一种选择！”听起来好像是科幻小说？其实不然。鉴于人工智能和生物工程技术的迅速发展，我们必将很快到达并且超越“奇点”。我们中的一部分人将从智人中分裂出一个全新的物种，我在这里姑且命名为“XYZ人”（或赫拉利教授命名的Human Deus）——这样的世界不再是难以想象的。但是这种进化机会是否对所有人类都公平呢？当地球不再适合于人类生存，而星际旅行也变为可能，我们这些生命有限的肉身凡胎会有足够时间飞行到其他星球吗？“XYZ人”会善待那些进化程度不及他们的智人吗？

纵观历史，不禁让我们心生忧虑。智人从未善待过尼安德特人（Neanderthal）、直立人（Homo Erectus）或任何其他物种。自从智人出现以来，大多数其他物种都不得安生，除非是那些被人类选为宠物共同进化的猫和狗。

智人之间彼此对待的过往记录同样令人发指。在人类悠久的历史中，我们

留下了剥削、奴役、谋杀、屠杀，甚至种族清洗的斑斑劣迹。所有“反人类罪”实际上都是由人类自己犯下的。毋庸置疑，现在的情况有所改善，尤其是在第二次世界大战以后。但我们现在的进步还远远不足以使所有人摆脱贫困，或者让所有人都享受到现代生活的果实。赫拉利教授认为，智人为了应对各种挑战，发展出一种创造“故事”的独特能力。所谓“故事”，就是那些真实生活中并不存在、但会强烈影响我们思维的概念。在我看来，至今为止至少有四个重要的“故事”塑造了我们的文明：政府（其中又包括民族、种族的概念），宗教（包括文化、信仰），科学与技术，以及自由市场经济。前两者是农业文明的产物，后两者是现代化开始后产生的。

这四个“故事”能帮助应对当今世界我们所面临的挑战吗？

的确，有效的全球政府对于消除贫困、应对气候变化，促进经济发展以及应对新技术给人类带来的诸多新的挑战是非常有用的。要想形成全球政府，我们必须从现有的民族国家政府中吸取经验教训。其中，中国和美国的经验尤为宝贵。在历史上大部分时期，中国人口都占全世界五分之一左右，在长达2000多年的实践里，中国政府积累了无数针对大量人口的治理经验和教训。而美国代表了人类另一种最成功的实践：如何将来自不同文化、不同宗教信仰、不同种族背景和历史的人民聚集在同一种政府形式之下。

在文化方面，今天的欧洲人正在尝试用新的概念（“故事”）来生活。这些概念并不注重如何去实现更多、获取更多，而注重于如何对我们已取得的成就感到幸福，并对其他人的痛苦更加同情。如果实现你的欲求就是“成功”，那么对你已经实现的东西产生欲求，不就是“幸福”吗？现在我们处于富足经济时代，已经和过去农业文明时代的短缺经济大为不同，亟需一种新的身份认同。欧洲人引领的这些实践对于如何铸造所有人类都认同的身份认同至关重要。

自由市场经济是人类历史上实现繁荣和进步最伟大的发明。从欧洲到美洲，再到亚洲、非洲，任何地方只要采用了自由市场经济体系，就会以前所未有的方式释放人类潜能。我坚信未来很多年后，这仍然会是消除贫困和实现人类共荣的最重要的引擎。

结合了自由市场经济制度，现代科学和技术造就了我们现在所生活的富足社会，实现了从以短缺经济为特征的农业文明的大飞跃。

科学技术在过去创造了无数奇迹，今天仍然以加速度向前发展。以今天我们用的iPhone里的处理芯片为例，仅在30年前，制造具有同等处理能力的芯片，竟要花费7500万美元！今天，摩尔定律仍然有效，而且在可预见的

将来还会持续下去。它为人工智能的发展，甚至为最终创造出一种全新的以硅为基础的生命提供了无限的可能。然而，我们其实对于自己这种古老的碳基生命还所知甚少。我们只知道它是近40亿年进化的结果。一切关于人类身体和大脑的新发现都只令我们更敬畏于自然选择的力量。相比而言，我们成功操控硅晶片的历史只有区区40年。难道我们真的对以自我选择方式进化出来的未来更有信心？要知道我们今天的肉身可是大自然经过40亿年不间断修补调整得到的结果。

技术引发的焦虑从来不是什么新鲜事。但是在过去，技术进步从未威胁到人类在食物链顶端的位置。相反，技术一直在帮助人类稳固这一地位。纵观历史，这些技术进步一开始总是先让少数人受益，但最终会惠及到所有人。然而“XYZ人”的出现将完全不同，特别是当这些技术被掌握在那些对变化程度之剧烈浑然不觉的少数人手中时。真正的危险总是存在于未知的未知数。

今天，技术发展的速度似乎已经远远超越人类应对的能力。在技术和市场经济已经全球化的今天，政治还未全球化。因此，还没有出现真正能够监管人类“自我创世”的力量。似乎我们唯一能做的仅仅是期盼那些将要掌握这些“自我进化”关键技术的少数人，在进入“XYZ人”初期时所表现出的自我约束与控制。同时，我们也期盼社会文化更快发展，为某种形式的全球政府早日出现酝酿土壤。而另一种可能的情况是，某种致命威胁逼迫一种全人类联盟的形成，这种威胁可能来自加速的气候变化、核恐怖主义、或者我们自己创造出的危险的新物种。此时形成的联盟可能还算及时，也可能已经来不及了。

昨天，当我正陷入这些沉思时，家里发生了一起小小的里程碑事件：我13个月大的女儿贝拉（Bella）在后院学会独自走路了！在我喜不自胜地欢呼时，贝拉妈妈的反应是当天就在游泳池周围架起了高高的围栏。是啊，在这个希望和危机并存、焦虑和惊奇共生的时代，我们有什么理由不去买一份保险呢？

从广义上来说，美国自第二次世界大战以来一直自愿履行着“世界警察”的角色，成为世界和平的主要承保人。当未来世界的图卷慢慢展开，今天的我们尤其需要这样的和平环境。

当然，没有任何保险能应对未知的未知数。我们对人类的未来，正如我对贝拉的未来一样，都所知无几。但即使人类会在遥远的将来消亡，我们还是有权利感叹一句“多么精彩的旅程！”

同时，我们可以安全地预测一件事，那就是21世纪注定不会沉闷，之后的几个世纪也不会。

2017年3月5日

# 五十述怀[1]

1966年4月，风雨飘摇的文革前夜，我出生在河北唐山。知识分子的出身，使我父母、爷爷、奶奶很快失去了人身自由，所以我的童年在一个个寄养家庭——从农民、到矿工，甚至是长托的托儿所里流离。现在想来，从这样一个起点，一路上跌跌撞撞，数次与死神擦肩而过，我居然走到了今天，真是感叹生命无常之有常。

生命之幻妙在于其未可知性。走过无数多的桥，看过无数多的云，翻越过各种险滩峻岭，激发过各种潜能。今天回望征途，一路上遇到了这么多善良的好人，发愿者、导师、合作伙伴、朋友……我生命的知遇们，你们就是我的路、桥、汽车和飞机。没有你们一路上无私的搭载、鼓励和友情，我是断然不可能走这么远直到今天。值五十岁之际，无论你们在天边还是在眼前，借得大江千斛水，研为翰墨颂亲恩。谢谢！谢谢！谢谢！

如果说这一路坎途，我个人有什么贡献的话，那就是这条人生之路确实是我一步步走下来的。伍迪·艾伦（Woody Ellen）的笑话说：“百分之九十的成功要归功于从不缺席。”这句话是对的。在人生的很多关隘上，我都可能停滞不前，或者随遇而安。但我心里的声音一直告诉我“这不是终点”。有一半的行程我“超惘惘而遂行”，而另一半则在试错。

前行的道路如履薄冰，战战兢兢。怨恨恼怒烦，贪嗔痴慢疑，所有的这些人生而自带的缺陷，我皆未能免。事实上，源自童年的硬伤使得我必须付出更大的努力才能与之抗衡。每当我为负面情绪所困或误入歧途的时候，我很幸运地能迷途知返。苏格拉底是对的，“不自省的人生不足以度”。至少活得不够好。“吾日三省吾身”，时不时的，我都会停下步伐审视一下这段时间我又犯了哪些错误。法无定法，势无恒势，时势之变常有，过去是正确的观点，到今天就错误了，因此，多年来，我形成一种习惯，每过5-10年，都要花一段时间克己反躬相去之岁月，有时需要作的变化之大犹如重塑。理性的修为帮助我形成了这样一种“时时勤拂拭”的习惯，更加幸运的是，吾有诤友数人，幸至身不离于令名。如果没有这些帮助，我可能早就迷失在人生各种各样的迷宫之中了。

尽管生命的小船穿越艰难险阻，我还坚持坐在驾驶位上，因为这趟人生的旅途毕竟是我自己的，旁人无法替代。现已行程过半，又到了承上启下检视未来的时刻。

子曰：“五十而知天命。”不知命，无以为君子也。与死神数度擦肩而过让我相信死生有命，知天命不可违。我唯一能做的是逝者如斯，不舍昼夜。

生命的前半段我努力增益我所不能，而后半段我当尝试化繁为简，返朴归真，尊天命而为之。

在绝大多数职业上我可能都是失败者。比方说，我肯定是个蹩脚的芭蕾舞演员，也绝无可能成为篮球明星。但我的天性和经历却让我可以成为一名合格的投资人。感谢我前行路上的启蒙老师巴菲特先生。25年前在我就读于哥伦比亚大学期间，是他的一场不期而遇的演讲让我误打误撞地进入投资领域。而更加不可思议的是，13年前，我遇到人生的导师查理·芒格先生，他不仅成为了我的投资伙伴，更是我终生的良师益友。我常叹自己何德何能才领受生命如此丰厚的馈赠，即使是莎翁再世也构画不出这样戏剧的篇章。

时至今日，我已拥有了属于自己的二十几年的投资记录，从业那么久了，依旧发愤忘食乐以忘忧。偶尔我会好奇，我到底能沿着巴菲特和查理指引的道路上走多远，他们到目前为止拥有无与伦比的50多年持续增长的记录，我能追赶多久呢？用最干净的方法仅凭智慧投资赚应得之钱在中国行得通吗？我不追求资产规模或是投资管理费，我只想留下一份属于我的干净的投资记录。就好像高尔夫运动员手里的计分卡一样，记下每一轮的比分直到终身。我清晰地知道，价值投资在全球包括中国的实践是值得我倾尽毕生心力从事的事业。

过去50年，我在中美各有半壁生涯。两段不同的履历让我时常审度中美两国，它们不同的文化和我自己的变化。相当长一段时间里，我有身份认知障碍——我到底是中国人还是美国人？两种文化的冲突宛如两股真气在我体内奔涌，一争高下。为得解脱我更加深入地研究体验两种文化的精髓。直至不惑之年，我才慢慢将两种真气合二为一和平共处，以至豁然开朗——我成了既是纯粹的中国人，又是百分百的美国人，并且$1+1>2$。通过两种文化的视界，我能够解读两种文明的各自风华，我可以于希声处闻大音，于无形处观有形。这样的特质让我在中美文化之间无界游走。我现在更相信$1+1=11$。因此，我将视中美两国和两国人民之间的交流与沟通为己任，为彼此解读对方的故事，未来这项工作也将是我后半生的主要职责之一。

感谢上天！我有三个千金。她们活泼可爱聪慧善良。我以她们为傲。因为爱之深切，我不想因太多遗产羁绊她们的人生自由。我会鼓励她们与我和妻子Eva一起，通过我们的家庭慈善基金，致力于创造更加美好的世界。凭借她们天生的跨文化优势，我希望她们与我一起，致力于增进中美两国之间，尤其是民间的相互理解。此外，在中国及哥伦比亚大学接受的优质教育是成就我今天最重要的原因。我和我的同事们会继续推广价值投资的教育实践。我更希望能有机会努力推进让更多的年轻人像我一样有机会接受无疆界的高水准教育。这是未来我和家人同事共同努力的方向。

五十岁于我是一个分水岭。从这一天起，我离终点可能比起点还要更近些。在年龄的见解上，我喜欢诺曼·利尔的通达。诺曼今年94岁了，依旧在诸多领域逍遥。在美国，崇拜他的粉丝上至八九十岁下到二三十岁都有。有一次我问诺曼：“你感觉自己多大年龄？”他答：“我永远和与我对话者同龄。”这是我听到的关于年龄的最酷答案！从那以后我就特别关注与我交流的人。今天起，我就正式年过半百。我亟需且诚招年轻朋友与我比肩同行，你们会让我与时俱进，青春永驻。

我亲爱的朋友们！祝我们一起天增岁月人增慧，春满乾坤喜盈门！

2016年4月

---

[1] 本文原文为我在今年生日晚会上的英文演讲，由我的好友作家六六翻译成中文，在此感谢！

# 后记

本书得以付梓，要感谢的人实在太多，但毫无疑问，首先要感谢我的太太Eva。她不仅在最早期参与了大量文稿的相关工作，是我很多文稿的第一读者，提出了许多宝贵的建议，而且在我不分昼夜写作书稿的这段时间，给予我最宽厚的理解和温暖的支持，为家庭付出了太多太多。有这样一位爱人、伴侣、朋友和知音，我何其幸运。

非常感谢我的挚友常劲先生和六六女士，若非他们多年来一再坚持，不断“骚扰”，我根本不会有意愿把自己这些想法付诸文字。从帕萨迪纳市政府花园的散步、谈心，到朋友聚会沙龙上的分享，到录音笔记录下的声波，再到纸上的文字——常劲先生在他的序言中已经将成书过程仔细地娓娓道来，我就不再赘述了。总之，将想法整理成文章，再将文章整理成文集，这个过程中常劲、六六、施宏俊等诸位好友都是我要感谢的人。毫不夸张地说，没有他们就不会有这本书。另外，我还要感谢虎嗅网的创办人李岷女士，最早在虎嗅网上发表了我的现代化系列文章，感谢中信出版社的施宏俊总这些年来一直盛情鼓励、邀请我出版此书，以及这个过程中过稼阳编辑为此书所做的大量具体工作。

现代化系列文章自2014年发布后，我得到了很多朋友的热烈反响和宝贵建议，其中许多对我都有启发和帮助，在此表示感谢。喜马拉雅资本的同事们是我很多文章的第一批读者，他们提出了很有见地的反馈和建议，我深深地感谢，同时也为这些才华横溢的同事感到骄傲。尤其我要特别感谢我的助理郑菁女士，她为了本书文稿付出了大量的心血，并以其缜密的思维和高超的文字水平为本书增色不少。在最早期的文字整理工作中，刘爽女士也投入了许多精力和时间，在此一并感谢。

自少年时起，阅读就是我最享受的事。阅读让我可以在不同的时间、空间中穿梭畅游，与历史长河中各个时代的圣贤智者们对话、神交。本书中的很多想法都是在和先贤圣哲，以及当代智者的思想碰撞中产生。尽管我们素未谋面，但在我心中早已将他们视为挚友同道，我感激他们这些年来对我的启发和带给我的灵感。在我看来，这是读书最大的快乐和裨益所在。

在现实生活中，芒格先生早已被世人视为与这些先贤圣哲、当代智者们同列，广受敬仰。而命运对我何其眷顾，让我能在过去十几年中和他成为真正的忘年交，发展出亦师亦友的深厚情谊。在和芒格先生无数次的交流中，我得到过很多启发。本书中关于文明、现代化、价值投资的很多想法都离不开我和他的广泛交流，彼此思想的相互渗透。往往一个人最大的局

限是看不清自己的盲点。通过持续努力，人可以做到对很多问题客观理性，但唯独对自己最难做到。真正的挚友、导师是能够指出你身上盲点的人。芒格先生对我最大的帮助就是帮我认清了自身最大的盲点。如果不是他，我可能还在作茧自缚、画地为牢。这一点我对他感激不尽。

最后我想说的是，本书所涉猎的领域广泛，其中很多并非我的专业，本书也不是学术专著。若以学术专著的标准来要求，严谨准确方面尚有欠缺，引述、论证所用资料也远不够详尽丰富，希望各位专家、学者和读者们谅解。我的原意是想为有兴趣的读者提供一些不同的视角，如果能对大家有所启发，我就很欣慰和满足了。

2019年11月22日

# 附录

# 推荐阅读书单[1]

## 一、科学、哲学、进化、人类文明史、人类历史

1. [美] 贾雷德·戴蒙德，《枪炮、病菌与钢铁：人类社会的命运》，上海译文出版社，2006。

Jared M. Diamond. *Guns, Germs, and Steel: The Fates of Human Societies.*

New York, NY, US: W.W. Norton & Co, 1999.

2. [美] 伊恩·莫里斯，《西方将主宰多久：从历史的发展模式看世界的未来》，中信出版社，2011。

Ian Morris. *Why the West Rules — for Now: The Patterns of History, and What They Reveal About the Future* . Picador. 2011.

3. [美] 伊恩·莫里斯，《文明的度量：社会发展如何决定国家命运》，中信出版社，2014。

Ian Morris. *The Measure of Civilization: How Social Development Decides the Fate of Nations. Princeton* , NJ, US: Princeton University Press, 2013.

4. [美] 爱德华·奥斯本·威尔逊，《群的征服：人的演化、人的本性、人的社會，如何讓人成為地球的主導力量》，左岸出版社，2018。

E. O. Wilson. *The Social Conquest of Earth.* New York, NY, US: W. W.Norton & Co, 2012.

5. [英] 戴维·多伊奇，《无穷的开始：世界进步的本源》，人民邮电出版社，2014。

David Deutsch. *The Beginning of Infinity: Explanations that Transform the World.* London, UK: Allen Lane. 2011.

6. [英] 戴维·多伊奇，《真实世界的脉络：平行宇宙及其寓意》，人民邮电出版社，2016。

David Deutsch. *The Fabric of Reality: The Science of Parallel Universes -- And Its Implications*. New York, NY, US: Allen Lane, 1997.

7. [英] 马特·里德利，《理性乐观派：一部人类经济进步史》，机械工业出版社，2011。

Matt Ridley. *The Rational Optimist: How Prosperity Evolves.* Harper. 2010.

8. [英] 卡尔·波普尔，《科学发现的逻辑》，中国美术学院出版社，2008。

Karl Popper. *The Logic of Scientific Discover*. Routledge. 2002.

9. [英] 卡尔·波普尔，《开放社会及其敌人》，中国社会科学出版社，1999。

Karl Popper. *The Open Society and its Enemies*. Princeton University Press.

2013.

10. [英] 理查德·道金斯，《自私的基因》，中信出版社，2018。

Richard Dawkins. *The Selfish Gen*. Oxford University Press. 1990.

11. [以色列] 尤瓦尔·赫拉利，《人类简史：从动物到上帝》，中信出版社，2014。

Yuval N. Harari. *Sapiens: A Brief History of Humankind*. New York, NY, US:Harper, 2015.

12. [英] 尼尔·弗格森，《文明》，中信出版社，2012。

Niall Ferguson. *Civilization: The West and the Rest.* Penguin Books, 2012.

13. [美] 史蒂芬·平克，《当下的启蒙：为理性、科学、人文主义和进步辩护》，浙江人民出版社，2018。

Steven Pinker. *Enlightenment Now: The Case for Reason, Science,Humanism, and Progress.* Viking, 2018.

14. [美] 史蒂芬·平克，《心智探奇：人类心智的起源与进化》，浙江人民出版社，2016。

Steven Pinker. *How the Mind Works.* W. W. Norton & Co Inc, 1997.

15. Charles Van Doren. *A History of Knowledge: Past, Present, and Future.*

Ballantine Books. 1992.

16. [美]凯伦·阿姆斯特朗，《神的历史》，海南出版社，2013。

Karen Armstrong. *A History of God: The 4000-Year Quest of Judaism, Christianity and Islam* . Ballantine Books, 1994.

17. Robert Wright. *Why Buddhism is True: The Science and Philosophy of Meditation and Enlightenment.* Simon & Schuster, 2017.

18. [美]丹尼尔·卡尼曼，《思考，快与慢》，中信出版社，2012。

Daniel Kahneman. *Thinking, Fast and Slow*. Farrar, Straus and Giroux. 2011.

19. Vaclav Smil. *Creating the Twentieth Century: Technical Innovations of 1867-1914 and Their Lasting Impact* . Oxford University Press, 2005.

20. Vaclav Smil. *Transforming the Twentieth Century: Technical Innovations and Their Consequences.* Oxford University Press, 2006.

## 二、中国文明、历史、文化

1.钱穆，《先秦诸子系年》，商务印书馆，2001。

2.钱穆，《中华文化十二讲》，九州出版社，2013。

3. [汉] 司马迁，《史记（白话本）》，商务印书馆，2016。

4.李解民等，《白话二十五史精选》，新世界出版社，2009。

5. [宋] 朱熹（编），《四书章句集注》，上海古籍出版社，2006。

6. William Theodore de Bary. *Waiting for the dawn*. Columbia University Press,1993.

7.狄百瑞，《中国的自由传统》，香港中文大学出版社，1983。

8. William Theodore de Bary and Irene Bloom. Editors. *Approaches to the*

*Asian Classics*. Columbia University Press, 1990.

9. Wing-Tsit Chan. *A Source Book in Chinese Philosophy*. Princeton University Press, 1969.

10. 许倬云，《万古江河——中国历史文化的转折与开展》，湖南人民出版社，2017。

11. 《黄宗羲全集》，浙江古籍出版社，2012。

12. 《余英时文集》，广西师范大学出版社，2014。

13. 林毓生，《思想与人物》，联经出版事业公司，1983。

14. 《曾国藩全集》，岳麓书社，1994。

15. 黄仁宇，《万历十五年》，三联书店，1997。

16. 史景迁，《天安门：知识分子与中国革命》，中央编译出版社，1998。

17. Jonathan D. Spence（史景迁）. *The Search for Modern China*. W. W. Norton& Co, 1991.

18. 王亚南，《中国官僚政治研究》，中国社会科学出版社，1981。

19. 辜鸿铭，《中国人的精神》，外语教学与研究出版社，1998。

20. 孙皓晖，《中国原生文明启示录》，中信出版社，2016。

## 三、中国当代经济改革开放

1.黄仁宇，《资本主义与二十一世纪》，三联书店，2006。

2.钱穆，《中国经济史》，北京联合出版公司，2013。

3. [美]傅高义，《邓小平时代》，三联书店，2013。

4.吴敬琏，《中国经济改革进程》，中国大百科全书出版社，2018。

5.林毅夫，《解读中国经济（增订版）》，北京大学出版社，2014。

6. 《杨小凯学术文库》，社会科学文献出版社，2018。

7.史正富，《超常增长：1979－2049年的中国经济》，上海人民出版社，2013。

8.文一，《伟大的中国工业革命》，清华大学出版社，2016。

9. [新加坡] 李光耀，《李光耀回忆录：我一生的挑战——新加坡双语之路》，译林出版社，2013。

10. [新加坡] 韩福光等，《李光耀：新加坡赖以生存的硬道理》，外文出版社，2015。

11. [新加坡] 李光耀，《李光耀回忆录1923-1965》，世界书局，1998。

12. [新加坡] 李光耀，《李光耀回忆录1965-2000》，世界书局，2000。

13. 吴晓波，《浩荡两千年：中国企业公元前7世纪——1869年》，中信出版社，2012。

14. 王小波，《沉默的大多数》，北京十月文艺出版社，2017。

## 四、价值投资、金融和资本主义

1. [美] 本杰明·格雷厄姆，《聪明的投资者》，江苏人民出版社，2000。

Benjamin Graham. *The Intelligent Investor*. Collins Business, 1994.

2. [美] 本杰明·格雷厄姆、戴维·多德，《证券分析》，中国人民大学出版社，2013。

Benjamin Graham and David Dodd. *Security Analysis.* McGraw-Hill Education, 1996.

3. Roger Lowenstein. Buffett: *The Making of an American Capitalist.* Random House, 1995.

4. [美] 彼得·考夫曼（编），《穷查理宝典：查理·芒格的智慧箴言录》，中信出版社，2016。

Peter D. Kaufman. *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger* . Walworth Publishing Company. 2005.

5. Peter Bevelin. *Seeking Wisdom: From Darwin to Munger.* PCA

Publications.2007.

6. [美] 珍妮特·洛尔，《查理·芒格传》，中国人民大学出版社，2009。

Janet Lowe. *Damn Right! Behind the Scenes with Berkshire Hathaway Billionaire Charlie Munger* . Wiley, 2000.

7. [美] 沃伦·巴菲特，《巴菲特致股东的信：股份公司教程》，机械工业出版社，2004。

Lawrence A. Cunningham. *Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers* . John Wiley & Sons Ltd, 2009.

8. Warren E. Buffett. *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America.* The Cunningham Group, 2001.

9. [美] 安德鲁·基尔帕特里克，《永恒的价值：投资天才沃伦·巴菲特传》，上海远东出版社，1998。

Andrew Kilpatrick. *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett.* Andy Kilpatrick Pub Empire, 1998.

10. [美] 艾丽斯·施罗德，《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》，中信出版社，2009。

Alice Schroeder. *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life.*

Bantam Books, 2008.

11. Robert G. Hagstrom. *The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy*. John Wiley & Sons, 1999.

12. [美] 菲利普·费舍，《怎样选择成长股》，地震出版社，2017。

Philip A. Fisher. *Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writing*.

Wiley, 1996.

13. [美] 本杰明·格雷厄姆，《格雷厄姆：华尔街教父回忆录》，上海远东出版社，2008.

Benjamin Graham. *Benjamin Graham: The Memoirs of the Dean of Wall Street* . McGraw-Hill. 1996.

14. John Train. *Money Masters of Our Time.* HarperBusiness, 1994.

15. James R. Vertin and Charles D. Ellis. *Classics: The Most Interesting Ideas and Concepts from the Literature of Investing.* Business One Irwin, 1988.

16. James R. Vertin and Charles D. Ellis. *Classics II: Another Investor's Anthology*. Irwin Professional Pub, 1991.

17. [美] 乔尔·格林布拉特，《股市天才：发现股市利润的秘密隐藏之地》，中国青年出版社，2011。

Joel Greenblatt. *You Can Be a Stock Market Genius: Uncover the Secret Hiding Places of Stock Market Profit*. Touchstone, 1999.

18. Howard Marks. *Memo to Oaktree Clients*. Wave Publishing, 2005.

19. [美]乔治·索罗斯，《金融炼金术》，海南出版社，2016。

George Soros. *The Alchemy of Finance.* Wiley, 2007.

20. [美]乔治·索罗斯，《我是索罗斯》，海南出版社，2011。

George Soros. *Soros on Soros.* Wiley, 1995.

21. Leon Levy and Eugene Linden. *The Mind of Wall Street: A Legendary Financier on the Perils of Greed and the Mysteries of the Market.*PublicAffairs, 2002.

22. David F. Swensen. *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment.* Free Press, 2005.

23. [英] 查尔斯·麦基，《大癫狂：非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》，电子工业出版社，2013。

Charles Mackay. *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* . Barnes & Noble Inc, 1994.

24. 查尔斯·P.金德尔伯，《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》，中国金融出版社，2007。

Charles P. Kindleberger. *Manias, Panics, and Crashes: A History of*

*Financial Crises* . Wiley, 2005.

25. [美] 巴顿·毕格斯，《财富、战争与智慧：二战投资启示录》，大牌出版社，2015。

Barton Biggs. *Wealth, War and Wisdom.* Wiley, 2008.

26. [美] 瑞·达利欧，《原则》，中信出版社，2018。

Ray Dalio. *Principles: Life and Work*. Simon & Schuster, 2017.

27. [英] 约翰·罗斯查得，《戴维斯王朝：五十年华尔街成功投资历程》，东方出版社，2005。

John Rothchild. *The Davis Dynasty: 50 Years of Successful Investing on Wall Street* . Wiley, 2001.

28. [美] 沃尔特·艾萨克森，《创新者：一群技术狂人和鬼才程序员如何改变世界》，中信出版社，2017。

Walter Isaacson. *Innovators: How a Group of Hackers, Geniuses, and Geeks Created the Digital Revolution* . Simon & Schuster, 2014.

29. [美] 埃德温·勒菲弗，《股票大作手回忆录》，万卷出版公司，2010。

Edwin Lefèvre. *Reminiscences of a Stock Operator*. Wiley, 2004.

30. 小弗雷德·施韦德，《客户的游艇在哪里》，机械工业出版社，2010。
Fred Schwed Jr. *Where Are the Customers' Yachts? Or, A Good Hard Look at Wall Street.* Wiley, 1995.

31. Seth Klarman. *Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*. HarperCollins, 1991.

32. Bruce Greenwald and Judd Kahn. *Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strateg*. Portfolio, 2007.

33. S. Jay Levy and David A. Levy. *Profits and The Future of American Societ.*Happer & Row, 1983.

34. [美]马丁·惠特曼，《马丁·惠特曼的价值投资方法》，机械工业出版社，2013。

Martin J. Whitman. *Value Investing: A Balanced Approach.* Wiley, 1999.

35. [美] 戴维·S. 兰德斯，《国富国穷》，新华出版社，2010。

David. S. Landes. *The Wealth and Poverty of Nations: Why Some Are So Rich and Some So Poor.* W. W. Norton & Company, 1999.

36. [英] 弗里德利希·哈耶克，《通往奴役之路》，中国社会科学出版社，1997。F. A. Hayek. *The Road to Serfdom*. University of Chicago Press, 1994.

37. [美]肯尼斯·R. 胡佛，《拉斯基、哈耶克：改变世界的三个经济学家》，上海社会科学院出版社，2013。

Kenneth R. Hoover. *Economics as Ideology: Keynes, Laski, Hayek, and the Creation of Contemporary Politics* . Rowman & Littlefield Publishers, 2003.

38. Alan Greenspan and Adrian Wooldridge. Capitalism in America: A History.

Penguin Press, 2018.

39. [美]约瑟夫·熊彼特，《资本主义、社会主义与民主》，商务印书馆，1999。

Joseph A. Schumpeter. *Capitalism, Socialism and Democracy*. Routledge, 1994.

40. Charles R. Geisst. *Wall Street: A History*. Oxford University Press. 2018.

41. [美] 迈克尔·波特，《竞争优势》，华夏出版社，2005。

Michael E. Porter. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance.* Free Press, 1998.

42. [美] 杰里米 J·西格尔，《股市长线法宝》，机械工业出版社，2011。

Jeremy J. Siegel. *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* . McGraw-Hill, 2002.

43. [美] 辜朝明，大衰退年代：宏观经济学的另一半与全球化的宿命，上海财经大学出版社，2019。

Richard C.Koo. The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization. Wiley, 2018.

## 五、西方文明史

1. [古希腊] 柏拉图，《柏拉图对话集》，上海译文出版社，2013。

2. [古希腊] 柏拉图，《理想国》，商务印书馆，1986。

3. [古希腊] 荷马，《荷马史诗·伊利亚特》，人民文学出版社，2015。

4. [古希腊] 荷马，《荷马史诗·奥德赛》，人民文学出版社，2015。

5. [古希腊] 亚里士多德，《尼各马可伦理学》，商务印书馆，2003。

6. [古希腊] 亚里士多德，《政治学》，商务印书馆，1997。

7. [古希腊] 修昔底德，《伯罗奔尼撒战争史》，上海人民出版社，2012。

8. [古罗马] 奥古斯丁，《忏悔录》，商务印书馆，1963。

9. 《圣经》。

10. [德] 歌德，《浮士德》，上海译文出版社，2007。

11. [英] 霍布斯，《利维坦》，商务印书馆，1985。

12. [法] 卢梭，《社会契约论》，商务印书馆，2003。

13. [意] 尼科洛·马基雅维里，《君主论》，译林出版社，2012。

14. [英] 约翰·洛克，《政府论》，中国社会科学出版社，2009。

John Locke. *Two Treatise of Government*. Hackett Publishing Company, Inc,1980.

15. [英] 约翰·密尔，《论自由》，商务印书馆，2005。

John Stuart Mill. *On Liberty*. Simon & Brown, 2016.

16. [法] 笛卡尔，《笛卡尔哲学原理》，商务印书馆，1997。

17. [英] 牛顿，《自然哲学的数学原理》，商务印书馆，2006。

18. [英] 达尔文，《物种起源》，商务印书馆，1995。

19. [英] 亚当·斯密，《国富论》，商务印书馆，2015。

20. [法] 托克维尔，《论美国的民主》，商务印书馆，1989。

21. [美] 汉密尔顿等，《联邦党人文集》(*The Federalist Papers*)，商务印书馆，1980。

22. 《美国宪法》(*The Constitution of the United States*)、《独立宣言》(*United States Declaration of Independence* )、《美国权利法案》(United States Bill of Rights)。

23. [奥地利] 西格蒙德·弗洛伊德，《梦的解析》，上海三联书店，2008。

24. John Arthur Garraty and Peter Gay. *The Columbia History of the World.*Harper & Row, 1987.

25. Contemporary Civilization Staff of Columbia College. *Introduction to Contemporary Civilization in the West.* Columbia University Press.

26. [美] 斯塔夫·里阿诺斯，《全球通史：从史前史到21世纪》，北京大学出版社，2012。

27. [英] 保罗·肯尼迪，《大国的兴衰：1500-2000年的经济变革与军事冲突》，中信出版社，2013。

Paul Kennedy. *The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 200*. Random House, 1987.

## 六、传记类及其他

1. [美] 本杰明·富兰克林，《穷理查年鉴——财富之路》，上海远东出版社，2003.

Benjamin Franklin. *Poor Richard's Almanack*. Peter Pauper Press, 1980.

2. Gordon S. Wood. *The Americanization of Benjamin Franklin*. Penguin

Books, 2005.

3. [美] 沃尔特·艾萨克森，《富兰克林传》，中信出版社，2016.

Walter Isaacson. *Benjamin Franklin: An American Life.* Simon & Schuster,2003.

4. [美] 沃尔特·艾萨克森，《列奥纳多·达·芬奇传：从凡人到天才的创造力密码》，中信出版社，2018。

Walter Isaacson. *Einstein: His Life and Universe.* Simon & Schuster, 2008.

5. [英] 大卫·坎纳丁，《梅隆：一个美国金融政治家的人生》，上海远东出版社，2010。

David Cannadine. *Mellon: An American Life.* Knopf, 2006.

6. [美] 罗恩·彻诺，《沃伯格家族：一个犹太金融家族的传奇》，上海远东出版社，2011。

Ron Chernow. *The Warburgs: The Twentieth-Century Odyssey of a Remarkable Jewish Family* . Random House, 1993.

7. [美] 罗恩·彻诺，《摩根财团：美国一代银行王朝和现代金融业的崛起》，中国财政经济出版社，2003。

Ron Chernow. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*. Atlantic Monthly Press, 1990.

8. [美] 罗恩·彻诺，《洛克菲勒传：全球首富的创富秘诀》，华东师范大学出版社，2013。

Ron Chernow. *Titan: The Life of John D. Rockfeller Sr.* Vintage, 2004.

9. Joseph Frazier Wall. *Andrew Carnegie*. University of Pittsburgh Press, 1989.

10. [美] 安·兰德，《源泉》，重庆出版社，2013。

Ayn Rand. *The Fountainhead.* Plume, 1994.

11. [英] 乔治·奥威尔，《1984》，北京十月文艺出版社，2010。

George Orwell. *1984*. Houghton Mifflin Harcourt, 2017.

12. [美] 扎卡里亚，《自由的未来》，上海译文出版社，2014。

Fareed Zakaria. *The Future of Freedom: Illiberal Democracy at Home and Abroad* . W. W. Norton & Company, 2003.

13. Fareed Zakaria. *The Post-American World.* W. W. Norton & Company, 2008.

14. [美] 格雷厄姆·艾利森，《注定一战：中美能避免修昔底德陷阱吗？》，上海人民出版社，2019。

Graham Allison. *Destined for War: Can America and China Escape Thucydides's Trap?* Houghton Mifflin Harcourt, 2017.

---

[1] 所列书目均根据笔者个人喜好推荐，不以书的外在社会影响为依据。英语原著中有中译本的，也附上中译本供参考，但不代表笔者阅读过中译本，所以也不确保中译本翻译的质量。有能力的读者可阅读英语原版。另外，推荐原则是同一位作者的作品尽量不超过两本。如果读者喜欢该作者作品，可以阅读他（她）更多作品。

图书在版编目（**CIP**）数据

文明、现代化、价值投资与中国 / 李录著. -- 北京:中信出版社，2020.4
ISBN 978-7-5217-1259-9
I. ①文… II. ①李… III. ①投资经济学 - 文集 IV. ①F830.59-53
中国版本图书馆CIP数据核字（2019）第273059号

文明、现代化、价值投资与中国
著者：李录
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：251千字
版次：2020年4月第1版
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-1259-9

版权所有·侵权必究

刘诚 著




指数基金+可转债，穿越牛熊的稳健投资策略

低风险，高回报，投资者的进阶之道

中信出版集团

# 财富工具

刘诚 著

中信出版集团

# 目录

前言

第一章 一家金铺背后的投资原理

投资者的认识

激励机制

杠杆

第二章 投资中的任督二脉——市盈率和市净

绝对估值

相对估值

第三章 极简股票投资法

粗选

精选

第四章 指数基金投资要诀

第五章 稳中取胜的投资工具，可转债（上）

第六章 稳中取胜的投资工具，可转债（下）

第七章 可转债投资实例：中行转债

第八章 可转债投资实例：平安转债

第九章 可转债投资实例：蓝标转债

第十章 可转债投资实例：利欧转债

第十一章 挑选可转债的4个要素

价格
溢价率
剩余时间
下调转股价的历史
第十二章 可转债历史数据
第十三章 短期资金的管理
第十四章 投资可以加杠杆吗？
第十五章 全书小结
附录·问答

# 前言

“收益和风险是成正比的。”在投资时，很多人会认为这是一条真理。但要做好投资，你第一件要学会的事，就是必须明白——收益和风险并不总是对称的。本书的目的是传递给读者一套性价比足够高的投资策略，以帮助读者用最简单的操作，践行最朴素的投资哲学。

目前国内有投资需求的人，大致上分为“正在快速积累资产的年轻人”、“已经有了一定积累的中产”和“资产较多的高净值人士”这三类。在这三类人当中，一般来说中产家庭的投资需求是最迫切的，这很合理，的确对于中产家庭来说，投资带来的收益有着最实际的意义。因为他们大多处在“上有老，下有小”的状态，家庭开支比较大，所以很需要通过“工资收入”和“投资收益”的双轮驱动来快速增加财富。但是，他们同时背负着“赡养老人”和“抚养女子”的重担，所以这个阶段，投资又不能承受太大的风险。针对这种情况，本书专门介绍了一套稳中求胜的投资策略。这套策略的基本原则是：建立以可转债为核心的资产包。掌握了这套策略，我们可以在只承担很小风险的前提下，获得远高于市场平均水平的回报，以比较平稳的方式，从一个普通的有产者慢慢进阶为高净值人士。

对于“正在快速积累资产的年轻人”来说，他们手中的资产可能还不太多，但是正处于收入增长非常快的阶段，在这个阶段，其实更应该把重心放在职业发展上，通过收入的增加来完成原始积累，不适合在投资上花费太多时间、精力。针对这种情况，本书专门从众多的投资工具中选择了最简洁、最容易操作的几种，按顺序依次是股票、指数基金、可转债、货币基金、债券基金。同时，我把每一种工具的具体操作方法，凝练成了两三条简单、朴素的规则。这5种工具可以单独使用，也可以配合使用。如果你决定配合使用的话，那么配合使用的基本原则是：建立以可转债为核心的资产包。

对于“资产较多的高净值人士”而言，他们的主要焦虑来自怎样确保自己的资产不被通货膨胀慢慢地腐蚀掉。我发现很多人对于高净值人士在投资方面的处境有些误解，认为这个群体会有很多特殊的投资渠道，所以能更容易地实现资产的保值增值，其实完全不是这样。高净值人士的确能参与很多门槛比较高的投资项目，但更高的门槛并不意味着更优的风险收益比，很多时候，高门槛的项目甚至更加凶险，原因也很简单，骗10个人总比骗1 000个人风险更小。我身边的高净值人士中，至少有1/3都在某些高门槛的项目上有过巨亏甚至血本无归的经历。针对身边的高净值人士，我给出的投资建议并没有什么不同，仍然是：建立以可转债为核心的资产包。

很多投资者常常挂在嘴边的一句话是：投资方法没有对错，适合自己的才是最好的。其实恰恰相反，真正好的投资策略通常不是为某一类特定人群量身定制的，好的策略往往有极强的适应性和持久性。

你很可能没听说过“可转债”这种工具，可转债是个什么东西呢？用最简单的话说，这种东西“涨的时候像股票，跌的时候像债券”。债券的特征是下有保底，股票的特征是上不封顶，可转债兼具了两者的好处，下有保底，上不封顶。

说到这儿你肯定会问：怎么会有这么好的事？正如我开头所说，要做好投资，你第一件要学会的事，就是必须明白——收益和风险并不总是对称的。

不管你从事的是哪一个行业，在职场上待久了，你一定会发现，有一些活儿又累，又不赚钱，风险还大，而有一些活儿则刚好相反。如果在你的实际工作中，并不是每一分付出都有相同的回报，那么在投资的世界里，“收益和风险不对称”的现象也一样存在。一个投资者最大的不成熟，就是相信所谓的“高风险高回报，低风险低回报”，其实在很多时候，高风险就是单纯的高风险而已，并没有所谓的高回报作为补偿。

正如有些人比你聪明还比你努力，而有些人比你笨还比你懒。高风险高回报，低风险低回报，高风险低回报，低风险高回报，4种状态同时存在，这才是你我所面对的真实环境。有些时候，我们真的可以只占便宜，不付代价。其实说不付代价也是不对的，代价是知识。这个时代，知识早已不被某个特定的阶层所垄断，但知识永远不会自动钻入我们的脑子里，寻找它是有成本的。我在进入证券市场后的第四个年头才终于接触到“可转债”这种童话般的投资工具，但实际上，自1997年开始，这个品种就已经出现了。作为投资者，我们就是如此的迟钝，如此的木讷。过去两年，很多基金公司的朋友在看过我于2017年出版的《投资要义》之后，都来向我询问关于可转债投资的细节。这说明可转债的知识，即使在专业投资者的圈子内，也尚未普及。同时这也意味着，今天把它介绍给你，还不算太晚。

刚才我们说道，可转债既像股票，又像债券，下有保底，上不封顶。但是它“上不封顶”的收益，主要来源于它像股票的那部分，所以在学习可转债的投资方法之前，你必须先掌握股票投资的基本知识。具体的手把手教你投资可转债的内容，我会放在本书的中间部分，因为前几个章节的知识积累对于理解可转债非常重要。另一方面，前几章的内容本身也有很高的价值。即使没有可转债这个压轴重器，单靠前几章的内容，你也足以掌握正确的投资理念和简单有效的投资策略，从而超越市场中大部分竞争对手。

如前文所说，在接下来的章节中，我会分别向你介绍“股票、指数基金、可转债、货币基金、债券基金”这5种投资工具。作为一个投资者，你掌握的投资工具越丰富，找到优质投资机会的可能性就越高。如果你是一名猎手，那么长期来看，是“狩猎技巧”和“狩猎范围”这两个因素共同决定了你的收获。想象一下，两个猎手同时进入一片草原，他们用着相同的猎枪，枪法水平也差不多，但其中一个人有越野车，而另一个只能靠走路，3天之后，谁更有可能收获更多、更珍贵的猎物呢？回到投资的世界也是一样，如果你是一位中国内地的投资者，当A股市场没有机会时，你也许可以通过指数基金抓住香港市场和美国市场的投资机会；同时，当股票市场没有投资机会的时候，可转债市场有可能依然是值得投资的，而当股票、指数基金和可转债全都没有投资机会的时候，货币基金和债券基金就是很好的过渡和补充。简单来说，本书所介绍的5种工具当中，股票、指数基金和可转债，既是攫取财富的工具，又是贮藏财富的工具，而货币基金和债券基金则是单纯的贮藏财富的工具。

这里可能有人会问，猎物少的时候，肯定是狩猎范围越广越好，那如果猎物太多了呢？比如，要是股票、指数基金、可转债这些东西同时出现了很好的投资机会，我该怎么办呢？如果从一个专业投资者的角度回答，那么这个问题的标准答案是：要根据每一个具体投资标的的性价比来做决策。但是，如果你的本职工作并不是投资，那么答案很简单——坚决选择可转债！因为可转债能够在提供可观收益的同时，还有着极好的防御性。分散投资可转债，你几乎没有机会犯致命的错误，也不太容易出现股票投资者常有的情绪失控。如果把投资的世界比喻成猎场，选择可转债，你就是在开着坦克打猎。我一开始就提到“建立以可转债为核心的资产包”，我是认真的，不是说说而已。

此处可能有人会问：感觉“建立以可转债为核心的资产包”这种稳健的策略，更适合资金比较多的人，如果我的资产很少，是不是应该更激进一点呢？不是的。认为小资金应该更激进，是很多投资者的一个误区。请记住，任何时候，你永远要按照管理大资金的方法去管理资金，这样，你的资金就会慢慢地变成大资金。

另一方面，所谓的大资金、小资金，那只是相对于个人。在大海面前，一杯水和一滴水没有区别。股票市场是个几十万亿级的市场，可转债市场小一些，那也是个几千亿级的市场。在这样的体量面前，大家都是小资金。

至此，本书的主旨及框架介绍完毕。下面我们将进入正式的内容，开启一个投资者的进阶之旅。

# 第一章

# 一家金铺背后的投资原理

前言中，我向你介绍了可转债这种性价比极高的投资工具。同时你也知道了掌握股票投资的基本知识，是学习可转债的基础和前提。

在本章中，我会以一个简单的案例为基础，用最浅显的语言来说明股票投资的基本原理。

假设你是一位商人，现在你拥有一家金铺。这家店是你自己开的，你拥有100%的股权，同时没有负债。这家金铺里所有的金银饰品加在一起，价值是1 000万元。如果你用心经营这家店，每年能赚到100万元的净利润。现在请问，这家店如果拿到市场上去出售，能卖到多少钱？

现实生活中，这家店正常情况下能卖到1 000万~1 500万。为什么能卖到1 000万？很好理解，因为这家店里的金银饰品就值1 000万。为什么有的时候能卖到1 500万？因为如果好好经营这家店，每年能赚100万的净利润，用1 500万去收购一家店，每年赚100万，静态回报率是6.7%，对于一些胆子比较大的人来说，这也是勉强可以接受的。价格再高，就很难成交了。这家金铺究竟值1 000万还是1 500万，并不是我们要讨论的问题。重点在于，无论如何，这家店在现实生活中，绝对不会以500万的价格卖给你，你也永远不会有机会以5 000万的价格把它卖给别人！然而当你来到证券市场，你会发现这几乎是每时每刻都在发生的事情。

如果你在证券市场积累了一些经验，肯定会发现一个现象：在牛市中，随便什么股票都能翻好几倍，但与之对应的是，市场中有90%的投资者都是不赚钱的。那么，亏钱的人究竟是怎么把钱亏掉的呢？

根据我的观察，大部分投资者亏钱的过程是这样的：他花10元钱买了一只股票，股价先跌到3元，然后遇到牛市。牛市中随便什么股票都能翻几倍，于是他的股票也从3元涨到了9元，最后亏了1元。

相比之下，赚钱的投资者是怎么把钱赚到的呢？同样花10元钱买了一只股票，他买的股票跌到8元就不跌了，然后遇到牛市。牛市中随便什么股票都能翻几倍，于是他的股票也从8元涨到了24元。很多时候，在股票市场赚钱还是亏钱，不是取决于牛市中谁赚得多，而是取决于熊市中谁亏得少。

世界上的股票分两种，一种是可以涨很多也可以跌很多的，另一种是可以涨很多但不会跌太多的。请记住，世界上没有不能涨的股票！所以，我们在做投资的时候，首先要往下看，往坏处想。君子问凶不问吉。

说到这里，接下来的问题就是：如何找到可以涨很多，但不会跌太多的股票呢？其实方法很简单，你只需要关注“市盈率”和“市净率”这两个指标。

还是回到刚才金铺的案例。你是一家金铺的老板，现在你为了扩大自己的版图，决定去收购街对面的另一家金铺。这个时候，你心里是怎么想的？一时间你可能会冒出很多思绪，但如果你真的把自己置于情境之中，最终你会发现，你真正关心的问题只有两个：

1. 如果我经营这家店，每年能赚多少钱；
2. 如果有一天我不干了，把这家店卖出去能收回多少钱。

经营这家店每年能赚多少钱，这就是市盈率的思维；把店卖掉能收回多少钱，这就是市净率的思维。

如果一家金铺每年赚100万元，你花1 000万买下它，市盈率就是10倍。具体算法是：1 000万/100万＝10。

所以到了证券市场，我们要想计算一家上市公司的市盈率，那么计算公式就是：总市值/年度净利润＝市盈率。

如果一家金铺拥有的金银饰品总共值1 000万元[1]，你花1 000万买下它，市净率就是1倍。具体算法是：1 000万/1 000万＝1。

刚才说道，一家净资产1 000万元的金铺，你在现实生活中永远不可能以500万的价格买到，也永远不可能以5 000万的价格把它卖给别人，但是在证券市场却可以！那么，对于这家净资产1 000万元的金铺，500万元和5 000万元所对应的市净率，分别是多少倍呢？

如果有人用500万元买下这家店，则市净率是500万/1 000万＝0.5倍；

如果有人用5 000万元买下这家店，则市净率是5 000万/1 000万＝5倍。

所以到了证券市场，我们要想计算一家上市公司的市净率，那么计算公式就是：总市值/当前净资产＝市净率。

同样是一家净资产1 000万元的金铺，花500万买下它的人和花5 000万买下它的人，在现实世界中，分别会面临什么后果呢？用基本常识思考就能知道，前者会赚得盆满钵满，而后者会输得血本无归。正是因为太过明显，所以这两种情况在现实世界根本就不会发生。可是刚才我们说过，这两种情况到了证券市场，却几乎每时每刻都会出现，这是为什么？

这种局面是很多原因造成的，但最重要的是以下三条：

1. 投资者的认识；
2. 激励机制；
3. 杠杆。

我们一条一条来说明。

## 投资者的认识

先看第一条，投资者的认识。随便走进一个交易大厅，问大家一个问题：股票是股还是票？多数人会回答是票。少数人嘴上会说是股，但行为上也会把股票当成票。炒股这个词，其实更严谨的说法，应该叫“炒票”。还是回到金铺的例子，如果在现实中，有一家净资产1 000万元的金铺以500万元的价格出售，人们想的是“买到就是赚到”，而如果到了证券市场，一家净资产1 000亿元的上市公司以500亿元的价格出售，人们想的则是：“下个星期会不会再跌20%？”

同样，如果在现实中，一家净资产1 000万元的金铺以5 000万元的价格出售，人们会想，“谁买谁是傻子”，而如果到了证券市场，一家净资产1 000亿元的上市公司以5 000亿元的价格出售，人们想的是：“下个星期会不会再涨20%？”

上市公司的本质不是上市，而是公司！证券市场只不过是一个让交易更加方便的平台而已。然而，一旦交易方便到了一定程度，人们就很容易忘记投资的本质，反过来把交易本身当成目的。

证券市场永远不会与真实世界脱离，它只是真实世界的放大版，然而就是这个“放大”本身，让无数投资者眼花缭乱，难以自拔。

现实中，一家净资产1 000万的金铺根本不会以500万的价格卖给你，但是

在证券市场，你不光能用500万买到，而且买完之后，它下个星期还真的有可能跌到400万。

现实中，一家净资产1 000万的金铺你根本没有机会以5 000万的价格卖给别人，但是在证券市场，你不光能卖到这个价格，而且卖完之后，它下个星期还真的有可能涨到6 000万。

客观情况就是如此，接下来的问题是——你该怎么办？我的答案很简单，只买低市盈率和低市净率的股票，尊重股的价值，利用票的价格。忍受短期波动，追求长期收益。

说到这里，肯定有人会问：既然证券市场的价格波动如此混乱，那我们怎么能知道花500万买下这家金铺后，最终真的能赚到钱呢？请记住，证券市场的价格波动只是剧烈，而不是混乱。刚才我们说过，证券市场永远不会与真实世界脱离，它只是真实世界的放大版，而不是魔幻宇宙中的另一个世界。

这也就是为什么，那些巨型央企的市值会在几千亿到几万亿之间波动，而那些创业型的小公司的市值只能在几个亿到几十亿之间波动。关于这一点，巴菲特曾经讲过一个很生动的例子。他说股票价格与内在价值的关系，就像一个人牵着绳子遛狗，小狗围着主人跑来跑去，有时候在主人前面，有时候在主人后面，但是无论怎么跑，它最终总会回到主人身边。

## 激励机制

股票在证券市场会出现很极端的估值水平的第二个原因，就是激励机制的问题。金融机构在考核一个基金经理时，会综合考虑很多指标。但在多数情况下，最重要的一个指标是——排名。也就是说，相对于同类型的其他基金，该基金的业绩排在什么位置。看重排名本身并不是问题，这个世界上所有杰出的投资者的业绩一定是远远高于同行的平均水准的。问题在于，我们考察的周期太短了。很多基金公司都是一个月一次小排名，三个月一次中排名，一年一次大排名。通常来说，对一位基金经理而言，年度排名就是最重要的排名了，因为如果在年度排名中的位置太难看，那么他下一年可能就不是基金经理了。于是，当他看到一家净资产1 000万的金铺以500万的价格出售时，他必须去想，下个月会不会再跌20%？反过来也是一样。所以我们从历史中无数次看到，当股市处在低点的时候，反而是基金公司股票仓位最低的时候，而当股市处于极高位的时候，反而是基金公司股票仓位最高的时候。基金经理真的不会估值吗？至少不全是。我刚入行的时候，有位前辈教给我一句华尔街的名言——只要音乐在响，我们就必须跳舞。现在想来，还是有些辛酸。

过度追求短期排名带来的危害还不止于此。我们想象这样一种场景：假设现在是某年的10月份，这时一位基金经理发现，自己当前的年度排名位于同行中的后5%，这个时候他会怎么做呢？每个机构的奖惩机制会略有不同，但整体的逻辑基本都是奖励排名靠前的，惩罚排名靠后的。为方便说明，我们假定该机构会开除掉排名处于后10%的基金经理，那么这种情况下，出于自利的目的，这位基金经理最理性的选择，就是主动放大自己所管理的资产的价格波动率，哪怕是双向放大也是值得的，因为反正排在后10%就会被开除。主动放大波动，万一赌赢了，说不定还能排到前10%去。

要想主动放大波动率，通常有如下3个最常见的办法：

1. 买概念股；
2. 提高交易频率；
3. 举债投资。

这3种做法对基金的持有人显然都是没有好处的。但是在特定情况下，对基金经理有好处。这绝不仅仅是国内的问题，全世界都一样。要解决这个问题，一个比较有效的方法是要求基金经理本人用自己的钱跟投。自己的钱也在里面，就不太容易胡来。这种模式目前普及度还不是很高，但长期来看，更科学的模式会逐渐占有更高的市场份额。

肯定有人会问：为什么不能改进一下奖惩机制呢？用更长的周期，比如5年、10年来考核一个基金经理不行吗？其实，针对基金经理的奖惩机制，表面上看是金融机构制定的，但从根源上说，是客户制定的。如果基金的投资人总是赎回过去一年排名靠后的基金，申购过去一年排名靠前的基金，那么基金公司的奖惩机制是没有条件改变的。从更宏观的角度来看，基金公司和基金经理一样，也只是大海中随波逐流的一叶孤舟而已。

有没有基金公司或基金经理能跳出这个诅咒呢？有，但跳出这个诅咒是有代价的，代价通常是牺牲规模，同时这也意味着他们没什么知名度。

在美国，有一位名叫沃尔特·施洛斯的基金经理，他在1956年至2002年的46年里，为投资者创造了788倍的回报。这样一位基业长青的投资大师，即便在美国，其实也没几个人听说过。如果不是因为他有一位名叫巴菲特的师弟，或许历史根本不会留下他的名字。这位默默无闻的投资者已于2012年去世，他的公司规模最大的时候，员工总人数曾达到2人之多，一个是他本人，另一个是他的儿子。

## 杠杆

证券市场容易出现极端价格的第三个原因在于有太多投资者使用了杠杆。假设一个投资者自己拥有100万元的本金，然后又找券商借了100万元，接着他用总共200万的资金买入了一只每股价格为10元的股票。那么当这只股票跌到5元时，这位投资者自己的本金其实已经亏光了[2]，这个时候，不管这只5元钱的股票是否被低估，也不管投资者心里愿不愿意卖出，在行为上，他都必须要卖。在实际操作中，基于自我保护的需要，券商根本不会等到股票价格跌到5元，在6.5元上下，券商就会强行卖掉投资者的股票，用于偿还借款。

举债投资的行为，会在市场上涨时撬动更多资金，从而使上涨更为猛烈，同时也会在市场下跌时，让更多的人被迫卖出手中的资产。

在本章中，我们用简单的案例说明了股票投资的基本原理，同时也解释了“市盈率”和“市净率”这两个估值指标的重要性。下一章，我们会进一步说明，市盈率和市净率在实际操作中应该如何使用，以及用好这两个指标，能够带来什么样的效果。

本章小结：

•要做好证券投资，我们不能只盯着证券市场，而是要拥有将证券市场和现实世界打通的洞见。

•证券市场的资产价格波动大，主要是投资者的认识、激励机制和杠杆这三个因素导致的。

---

[1] 为方便计算，假定这些金银饰品就是这家店的全部净资产。

[2] 为了方便计算，此处忽略融资的利息。

第二章

# 投资中的任督二脉——市盈率和市净

在这一章，我将说明市盈率和市净率这两个估值指标在证券投资中，会对收益率产生怎样的影响。由于上一章已经详尽阐明了这两个指标背后的原理，所以这里不再赘述，我们直接看数据。

我将从“绝对估值”和“相对估值”这两个维度来进行说明。

## 绝对估值

图2-1显示了香港恒生指数的历史市盈率，可以看到，该指数的市盈率大部分时间在8倍到25倍之间波动。市盈率的高低与指数的高低有明显的相关性。市盈率越高，指数未来越容易下跌，市盈率越低，指数未来越容易上涨。[1]

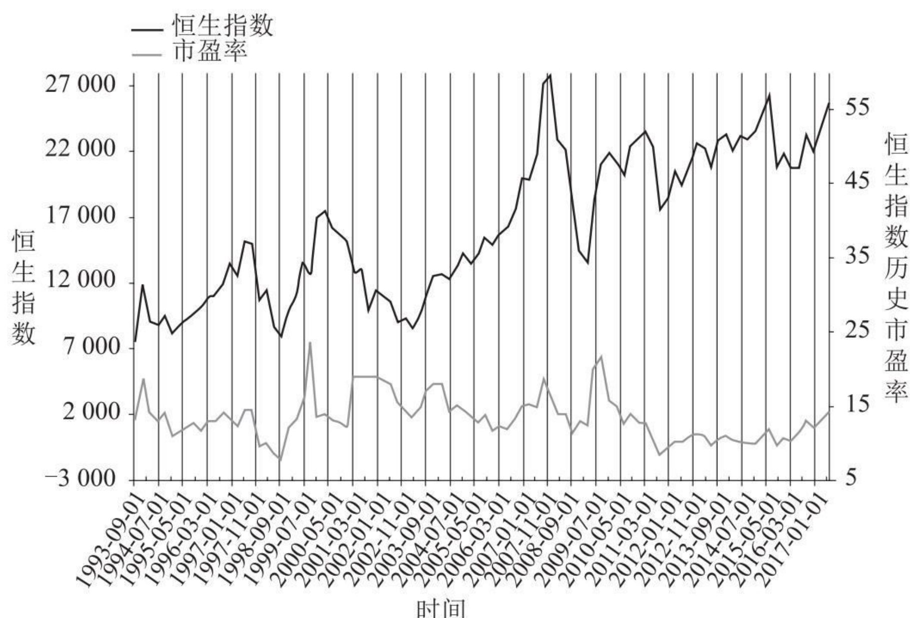



**图2-1** 恒生指数与历史市盈率

资料来源：彭博。

图2-2显示了香港恒生指数的历史市净率，可以看到，该指数的市净率大部分时间在1倍到3倍之间波动。市净率的高低与指数的高低有明显的相关性。市净率越高，指数未来越容易下跌，市净率越低，指数未来越容易上涨。

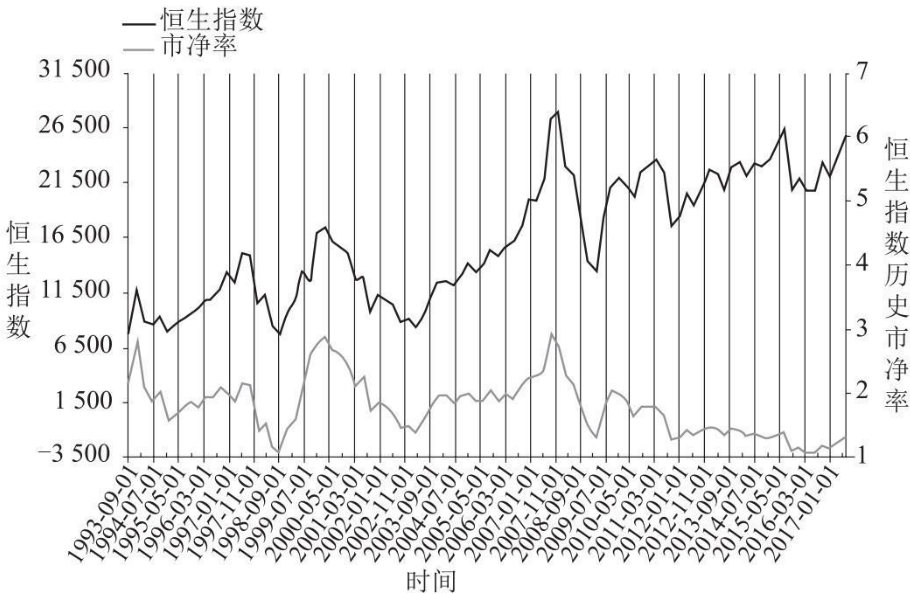



**图2-2** 恒生指数与历史市净率

资料来源：彭博。

图2-3显示了上证指数的历史市盈率，可以看到，与成熟市场相比，该指数的估值波动更大，其市盈率在10倍到60倍之间波动。市盈率的高低与指数的高低有明显的相关性。市盈率越高，指数未来越容易下跌，市盈率越低，指数未来越容易上涨。

图2-4显示了上证指数的历史市净率，可以看到，与成熟市场相比，该指数的估值波动更大，其市净率在1倍到7倍之间波动。市净率的高低与指数的高低有明显的相关性。市净率越高，指数未来越容易下跌，市净率越低，指数未来越容易上涨。

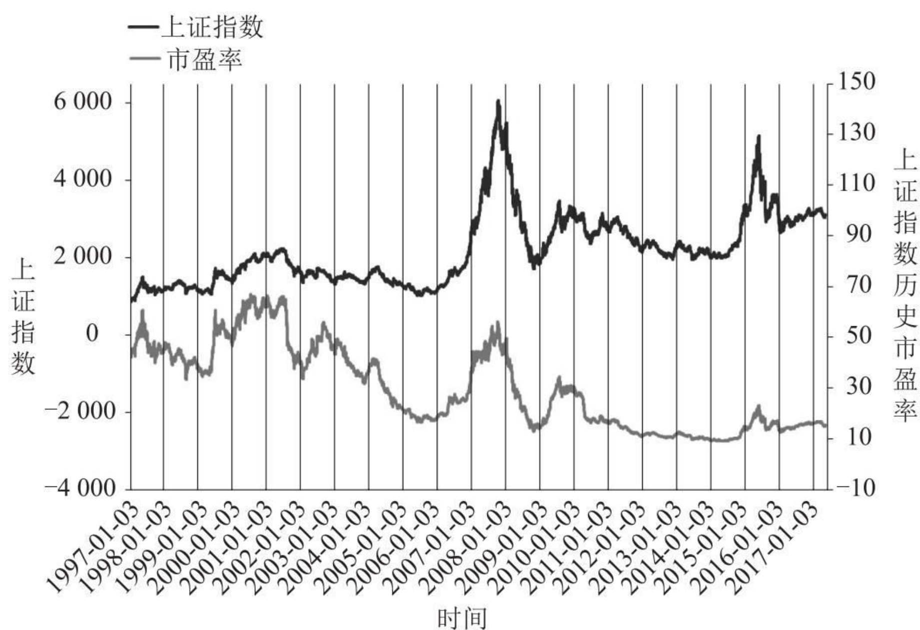



**图2-3 上证指数与历史市盈率**

资料来源：万得。



图2-4 上证指数与历史市净率

资料来源：万得。

通过以上数据我们可以知道：

1. 从市盈率的角度看，整体市盈率低于10倍意味着明确的系统性机会；整体市盈率超过20倍意味着明确的系统性风险。

2. 从市净率的角度看，整体市净率为1倍左右意味着明确的系统性机会；整体市净率超过2倍意味着明确的系统性风险。

与国际市场相比，A股市场的估值波动较大，这是发展阶段的问题。美国、香港等成熟市场在早期阶段，也和A股市场一样有着较为剧烈的估值波动。

随着A股市场日益成熟，长期来看，它的估值中枢向成熟市场靠拢是大概率事件。

话虽如此，但在实际操作中，我们完全不必以此判断作为行动的依据，因为无论A股市场下一次牛市顶峰的市盈率水平是达到20倍、30倍还是40倍，我们在整体市盈率低于10倍时开始投资，超过20倍时退出，总是没有错的；同样，无论它下一次牛市顶峰的市净率水平是达到2倍、3倍还是4倍，我们在整体市净率低于1倍时开始投资，超过2倍时退出，总是没有错的。

需要注意的是，根据估值来判断系统性机会与风险，并不是为了预测未来的走势，而是为了做出当下最好的选择。当我们在估值很低时进入一个市场，它未来有可能继续下跌，也可能持续几年不涨不跌，反之亦然。

事实上，我们几乎不可能买在最低点，更不可能买在上涨前夜；我们也不可能卖在最高点，更不可能卖在下跌前夜。然而即便如此，我们依然应该选择在估值足够低时进入市场，在估值足够高时退出市场，因为这就是“当下最好的选择”。我们不知道未来去向何方，但必须清楚自己身在何处！

讲到这里你可能会发现：根据上文的内容，可以投资股票的情况好像并不多，尤其是A股市场，似乎大部分时间估值都不够低。没错，确实是这样，不过不用担心，因为我们后面还会讲到“指数基金”和“可转债”，当股票市场整体不够便宜的时候，你很有可能会在指数基金和可转债上面找到

合适的投资机会。阅读本书其实是一个解锁技能树的过程，股票本身是一把剑，但它同时也是开启后面两个宝箱的钥匙。

## 相对估值

刚才我们讲的，是通过“市盈率”“市净率”这两个简单的指标来判断市场整体的高低。换句话说，你可以通过这两个指标，知道现在应该买股票，还是应该卖股票。接下来，我想带你做一个实验。如果我们放弃对市场整体估值的判断，自始至终满仓持有股票，但永远只持有市场中市盈率和市净率最低的200只股票，看看会发生什么。

表2-1 风格指数历史收益率

| 名称 | 总收益率 | 年化收益率 |
| --- | --- | --- |
| 低市盈率指数 | 575% | 10.15% |
| 低市净率指数 | 467% | 9.19% |
| 上证指数 | 194% | 5.61% |
| 高市盈率指数 | −21% | −1.19% |
| 高市净率指数 | 42% | 1.78% |

数据来源：申万宏源。

注1：市盈率指数编制方法：市盈率指数成分股每年调整两次，9月第1周最后一个交易日和5月第1周最后一个交易日计算向前10个交易日的平均市盈率，并按照规则确定新成分股；9月第2周第一个交易日和5月第2周第一个交易日公布成分股调整名单，正式启用新成分股。成分股按照如下规则调整：剔除亏损股以及市盈率高于500的股票，平均市盈率最高的200只股票作为高市盈率指数成分股，平均市盈率最低的200只股票作为低市盈率指数成分股。

注2：市净率指数编制方法：市净率指数成分股每年调整两次，6月20日和12月20日计算向前10个交易日的平均市净率，并按照规则确定新成分股；6月21日和12月21日公布成分股调整名单；7月的第1个交易日和1月的第1个交易日正式启用新成分股。成分股按照如下规则调整：剔除净资产为负的股票，根据平均市净率选择成分股，平均市净率最高的200只股票作为高市净率指数成分股，平均市净率最低的200只股票作为低市净率

指数成分股。

数据显示，在2000年到2019年这近20年间，上证指数的年化收益率是5.61%，但是在这段时间内，低市盈率组合和低市净率组合的收益率分别达到了10.15%和9.19%，远远领先指数。相反，高市盈率组合和高市净率组合的年化收益率分别是-1.19 %和1.78%，远远落后于指数。也就是说，你一方面可以通过市盈率和市净率的高低，来判断当下是应该买入还是卖出股票。另一方面，即使你永远都不卖出股票，也可以通过持有市盈率和市净率相对更低的股票组合，获得远远超过市场平均水平的回报。

一定要注意的是，以上成绩是在完全不对系统性机会与系统性风险进行识别的前提下所取得的。也就是说，上述几个投资组合不会在市场整体估值过高时退出市场，而是能完整地承受市场的全部波动。在2000年到2019年这19年间，上述组合完全享受了2007年、2009年和2015年的暴涨，同时也完全承受了随之而来的暴跌。然而在实际操作中，基于对估值的深刻理解，我们可以在很大程度上规避掉系统性风险带来的伤害，从而取得更高的投资回报。

本章小结：

•通过市盈率、市净率的高低，我们可以有效识别市场的系统性机会与系统性风险。

•通过构建低市盈率、低市净率的投资组合，我们可以获取远高于市场平均水平的超额收益。

•在实际操作中，将上述两个策略结合使用，在系统性机会期进入市场，在系统性风险期退出市场，同时，在进入市场时构建一个低估值的投资组合，将取得比单独使用前两个策略更加卓越的成绩。

---

[1] 由于通货膨胀和GDP增长的原因，长期来看指数会越来越高，而市盈率和市净率是估值指标，它们不会像指数一样越来越高，而是会在一个相对固定的区间内反复波动。这并不影响指数与估值指标的相关性。

# 第三章

# 极简股票投资法

在本章，我会教你怎样从几千只股票当中筛选出一个优质的投资组合。

在股票投资中，最最重要的两件事，就是“低估”和“分散”。我们已经在之前的章节中说明了低估的重要性，这里要专门强调一下分散。

如果神明告诉你，今天晚上你走进赌场，每一次下注的胜率都是90%，你会怎么做呢？如果你每次都押上全部资金，用不了多久你就会输光所有的钱。但是如果你把资金分成10个等份，每次只下注资产的1/10，第二天早上，你一定会赚得盆满钵满。

回到股票投资也是一样，如果你每次都把自己的全部资产押在一只你最看好的股票上，短期来看也许能有很高的收益，但是这样做的话，你一辈子只要遇到一个破产的公司，就会把之前的积累全部清零。请记住：在股票投资中，分散是必须的！低估让你赚钱，而分散让你存活！

接下来，咱们正式进入实战阶段。

在本章中，我会介绍两种筛选股票的方法，一种是粗选，一种是精选。但是在讲筛选股票的方法之前，我必须先跟你说一个更重要的问题，就是买入和卖出的问题。买入和卖出的策略理论上有无限多种，其中最科学的一种叫“动态再平衡”，但这是一个有难度的策略。如果你不是一名职业投资者的话，建议不要学习太过复杂的交易策略。即便是在职业投资者的圈子里，我也见过太多因使用复杂的交易策略弄巧成拙的案例。越简单的策略，越容易执行。所以答案是：在市场整体市净率小于等于1倍的时候买入，在市场整体市净率大于等于2倍的时候卖出。在本章的末尾，我会告诉你怎么查看市场整体的市净率水平。

之前的章节中咱们讲到过市盈率和市净率这两个指标，事实上这两个指标在绝大多数情况下有着很强的相关性。市净率低的时候，通常市盈率也低，反之亦然。那么为什么在实际操作中，我会将市净率定为最核心的参考指标呢？其实只要思考一下这两个指标背后的原理就能明白。市盈率是基于企业的盈利进行估值，而市净率是基于企业的资产进行估值。

我们还是回到金铺的例子。你金铺的净资产是1 000万元，如果你用心经

营，每年可以赚100万元的净利润。但是去年，你稍微有点狂野。一年中你有一大半的时间都在国外度假。店长不在，店员难免懈怠，于是去年金铺就只赚了50万元。你发现世界离了你还真是不行，于是今年你回归了，金铺的盈利又恢复到100万元。

通过这个事情，我们可以发现，一家公司净利润的波动又大又快，而净资产的波动又小又慢。你出去放纵的一年，金铺的利润直接下滑了50%之多，但金铺的净资产却没什么变化，甚至还增加了50万元。所以，相比于市盈率这种以盈利为基础的估值方法，市净率这种以资产为基础的估值方法更坚实、更稳定。

现实中，股票市场由成千上万家公司构成，它们的盈利消长情况会在某种程度上相互抵消，所以我们发现“市场整体市盈率”和“市场整体市净率”之间的相对关系在多数情况下是比较稳定的。但是即便如此，在逻辑上，市净率仍然是比市盈率更加可靠的估值指标。

讲到这里，你可能会觉得，市净率小于1倍这个标准是不是太苛刻了？如果整体估值在市净率达到1.2倍时就涨上去了怎么办？这种情况的确是有可能发生的，但是不用担心，当股市整体市净率达到1.2倍的时候，后面要讲的“指数基金”和“可转债”极有可能已经出现了很好的投资机会。你解锁的技能树越多，能找到的投资机会就越多，你就越不用去珍惜某一个特定的机会，这样反而更容易等到最好的时机才出手。请记住，保住本金永远比抓住机会更重要。

接下来我们来说明具体怎样筛选股票。

## 粗选

先说粗选的方法。通过前面几个章节的内容，我们已经知道低市盈率和低市净率的股票是能够长期跑赢市场的，所以最简单的办法就是分散买入这些低估值的股票。首先，把你用于投资股票的资金，平均分成200等份。你没看错，是200等份！假定你要投资的是A股，那么第一步，你要把A股市场中所有的股票都找出来，然后按照“市盈率”从低到高进行排序。第二步，买入市盈率最低的100只股票，注意要剔除掉市盈率为负的公司，市盈率为负代表公司在亏损。第三步，把所有股票按照“市净率”从低到高再排序一次。第四步，买入市净率最低的100只股票，注意要剔除掉市净率为负的公司，市净率为负代表公司已经是负资产了。就这么简单，经过以上4个步骤，你便能得到一个低估值的投资组合。

实际操作中你会发现，市盈率最低的100只股票和市净率最低的100只股

票，有相当一部分是重叠的，没关系，那你就买两次，市盈率和市净率双低的股票，值得你投入双倍的资金！现在，你的投资组合中有不到200只股票，每只占资产的比例不超过1%。这个组合足够低估，也足够分散。低估，确保了长期来看这个组合的收益可以超过市场的平均水平；分散，确保了无论任何公司发生任何问题，你都不会真正受到伤害！之后你要做的，就是每3个月重新做一次筛选，让新组合替代旧组合。我知道你可能觉得同时买入100多只股票有点夸张了，但其实从效率的角度来说，这比你费尽心思去研究一两只股票要省事得多。维护这个组合平均每3个月会花掉你几个小时的时间，而要深入研究一家上市公司，就算给你1 000个小时，你真的有把握研究清楚吗？曾国藩先生有一句名言，叫“结硬寨，打呆仗”。很多时候，“笨办法”才是真正高效的办法。

很多人认为，分散投资一定会降低收益，这或许源于某位投资大师说过的一句误导性极强的话：“你为什么要买入自己第十看好的股票，而不是把全部资金放在你第一看好的股票上呢？”其实作为一个普通人，你看好的股票能够好于你看衰的股票，已经很不容易了。如果能确保你第一看好的股票好于你第十看好的股票，那你基本已达到神的境界。事实上那句霸气十足的话，的确是出自一位被我们称为“股神”的老人。

更多人不愿意进行分散投资的原因是：我们没有精力去了解太多行业，分析太多公司。然而事实上，对于99% 的投资者而言，分析公司是没用的，甚至可能带来负面的效果。

很多投资者对自己重仓持有的股票信心满满，问其原因，答曰：“我已经对这家公司做了深入的研究。”问题是，我们的研究与真理的转换率是多少？董事长每天都在研究战略，首席执行官每天都在研究管理，皇帝每天都在研究如何确保江山万年。如果研究都是有效的，就不会有改朝换代了。

很多投资者太过重视自己的研究成果，却很少考虑自己在世界中的位置。然而那些站在世界顶端的人，他们的智慧真的达到了足以洞见未来的程度吗？投资的最优策略不是“磨剑十年，毕其功于一役”，而是“小注慢赌，实现大概率下的平均赢”。

人类普遍具有高估自己能力的倾向。统计表明，80% 的司机认为自己的驾驶技术高于平均水平。刚才说到对于99% 的人来说，分析公司是没用的。相信会有一部分读者会心一笑，认为自己显然属于另外的1%。可以确信，有这个想法的人一定超过1%。

我提出分析公司没有用，想必会有不少读者认为，之所以得出这个结论，是因为我本人分析公司的能力比较差。这一点不可否认，本人分析公司的

水准的确很难算优秀。这里提供一篇我在2011年发表于《证券市场周刊》的研究报告，以此作为一个衡量标准。

万科的投资机会

本刊特约作者 刘诚 / 文

房地产市场的持续调控使未来房价、地价的走势难以判断，这也是投资者对地产股望而却步的重要原因之一。笔者同样对预测房价无能为力，但投资不是占卜，我们只需要找到在任何恶劣环境下都能顽强生存、健康成长的企业，如同天气对农民的收成至关重要，但一个好农民不会抬着头种地。

如果未来房地产市场持续低迷，那或许将是对万科（000002.SZ）最有利的情况。目前万科账面保留约340亿元现金，且采取带头降价加速回款的销售策略，正是为此而做的准备。

真实利润远高于报表利润

截至三季度末，万科预收账款共计1 228亿元，而前三季度结算的销售收入不足300亿元。预收账款是上市公司用来调节利润的常用工具，有心者可以去观察一下贵州茅台（600519.SH）历年预收账款的变化。

基于此，在估算公司实际净利润时，投资者不妨以销售金额作为参考。需要说明的是，“销售收入”是指会计收入，它可以在不同年度中进行调节。而“销售金额”则是当年实际产生的收入。也就是说，销售收入可能包含部分上一年度未结算的销售金额，可能未包含当年的全部销售金额，也可能两种情况同时存在。销售金额中未结算成销售收入的部分，体现在“预收账款”项下。

2010年万科的销售面积达到897.7万平方米，销售金额突破千亿，达到1 082亿元，而利润表中的结算收入仅为507.14亿元。当年年报显示，已结算部分的净利润率为14.36%，未结算部分无法得知其成本结构，保守起见，全年净利润率按12% 计算，则2010年实际净利润可达130亿元。不过，当年年报显示的净利润为72.8亿元。

2011年，万科销售金额超过1 200亿元已没有太大悬念。其官网显示，前11个月，万科累计实现销售面积1 015.3万平方米，销售金额1 157.2亿元，而利润表中结算的收入仅为293.08亿元。2011年三季报显示，万科已结算部分净利润率为12.23%，仍按12% 的净利润率计算，则万科2011年实际净利润有望超过144亿元。

仍按照12% 的净利润率来计算是比较保守的。这是因为地产企业的财务费用可以以资本化的方式计入成本，但营业费用和管理费用则必须全额计算为当期费用。即，万科2011年前三季度的销售金额绝大部分未计入利润表，而营业费用及管理费用却已全部计入利润表。这会导致净利润率虚低。

高负债不足惧

2011年半年报显示，万科在6月进行的两年期信托借款的年利率为11.5%，其借款成本高于保利地产（600048.SH）等大型国有地产企业，低于中小型地产公司。

表**3-1** 万科的借款成本

金额前五名的长期借款：

| 贷款单位 | 借款起始日 | 借款终止日 | 币种 | 合同利率（%） | 2011 年 6 月 30 日 | 2010 年 12 月 31 日 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 信托借款 | 2011-4-29 | 2013-4-28 | 人民币 | 11.60 | 1 500 000 000.00 | - |
| 信托借款 | 2011-6-14 | 2013-6-14 | 人民币 | 11.50 | 1 200 000 000.00 | - |
| 信托借款 | 2011-4-11 | 2013-4-11 | 人民币 | 11.00 | 1 000 000 000.00 | - |
| 委托借款 | 2010-9-28 | 2012-9-28 | 人民币 | 10.50 | 1 000 000 000.00 | 1 000 000 000.00 |
| 委托借款 | 2010-9-28 | 2012-9-28 | 人民币 | 11.00 | 1 000 000 000.00 | 1 000 000 000.00 |
| 合计 | | | | | 5 700 000 000.00 | 2 000 000 000.00 |

数据来源：万科2011年半年报。

表**3-2** 保利的借款成本

金额前五名的长期借款：

| 贷款单位 | 借款起始日 | 借款终止日 | 币种 | 利率（%） | 期末余额 | | 期初余额 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 外币金额 | 本币金额 | 外币金额 | 本币金额 |
| 中信银行尚都国际中心支行 | 2010-09-16 | 2015-09-16 | 人民币 | 6.026 | | 1 630 000 000.00 | | 400 000 000.00 |
| 中信银行广州分行 | 2011-01-13 | 2021-01-12 | 人民币 | 6.400 | | 1 500 000 000.00 | | |

| 贷款单位 | 借款起始日 | 借款终止日 | 币种 | 利率（%） | 期末余额 | | 期初余额 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 外币金额 | 本币金额 | 外币金额 | 本币金额 |
| 中国银行广州东山支行 | 2010-04-02 | 2020-04-02 | 人民币 | 5.940 | | 1 230 000 000.00 | | 1 230 000 000.00 |
| 中国农业银行佛山南海支行 | 2010-05-18 | 2013-05-18 | 人民币 | 6.300 | | 1 000 000 000.00 | | 1 000 000 000.00 |
| 中国农业银行北京开发区支行 | 2010-06-22 | 2013-06-22 | 人民币 | 5.985 | | 970 000 00.00 | | 1 100 000 000.00 |
| 合计 | | | | | | 6 330 000 000.00 | | 3 730 000 000.00 |

数据来源：保利地产2011年半年报。

三季报显示，万科负债总额为2 236.52亿元，资产负债率为

78.97%。乍一看令人担忧，但仔细分析负债结构便可以发现，其中预收账款1 228.15亿元，应付账款204.8亿元，其他应付款252.74亿元，而真正的有息负债（短期借款＋ 长期借款＋ 应付债券）仅为290.86亿元，其中短期借款仅9.21亿元。

同期，保利地产的负债总额为1 581.10亿元，资产负债率为80.07%。其中预收账款795.07亿元，应付账款54.46亿元，其他应付款95.33亿元。有息负债金额591.33亿元，其中短期借款为24.13亿元。

所有负债都是需要偿还的，但不同类型的负债对企业造成的财务压力完全不同。尤其是占负债比例最高的预收账款，是客户预先支付的购房款，按照规定，楼盘只有在封顶之后，才可预售。所以预收款几乎不会带来任何风险。应付账款与其他应付款，主要是与生意伙伴的往来款，交付时间弹性较大，还款压力大于预收账款，但小于银行借款及债券。

万科三季报显示，公司预付账款 ＋ 应收账款 ＋其他应收款约450亿元，预收账款 ＋ 应付账款 ＋ 其他应付款约为1 686亿元。

从会计应用的角度来说，预付账款基本为上游供应商占用万科的款项，应收账款和其他应收款基本为下游客户占用万科的款项；而预收账款基本为万科占用下游客户的款项，应付账款和其他应付款是万科占用上游供应商的款项。

也就是说，万科占用他人资金1 686亿元，被他人占用资金450亿元，净占用他人资金为1 236亿元。净占用他人资金占销售额比例为106.8%。

同期，保利地产占用他人资金944.86亿元，被他人占用资金208.94亿元，净占用他人资金为735.92亿元。净占用他人资金占销售额比例为108.83%。

净占用他人资金的数量是一个衡量企业竞争力的常用指标，优秀的企业往往表现出比同行更加强大的占款能力。

剩者为王

地产，是一个剩者为王的行业。只要城市化率以每年1% 左右的速度提升，在城市化率达到70% 之前，每年一千万套的商品房开发量是可以保障的。全国房地产公司有几万家之多，其中相当一部分并非专业的地产企业，它们只是抱着投机的心态来“分蛋糕”的。严厉的调控政策势必会将它们逐出市场。之后，地产行业的“正规军”自然会因竞争对手的急剧减少而占据更大的市场份额。

未来房地产市场持续低迷或许对万科这样的企业最为有利。万科管理层在与投资者的交流中多次提到，他们最担心的情况，就是政策过快转向，导致市场迅速回暖，那样万科低位抄底的目的将无法实现。

2008年年末，万科高层判断房价出现拐点而放缓拿地速度，同时打折促销，加速回款。然而此后四万亿等刺激政策相继出台，刚刚出现松动的房价加速上涨。保守谨慎的万科未能充分享受那次意料之外的繁荣，2009年其销售额增速仅为32%，远远低于保利（112%）、中海（80%）和金地（85%）的飞速增长。不过2010年，万科的销售额增速快速回升到71%，高于同期保利（53%）、中海（40%）以及金地（34%）。可见，对房价形势的误判并未给万科造成太大的损失。这是万科“滚动开发”的运营方式所导致的效应，总经理郁亮曾解释过，万科不会因看空房价而做出停止拿地的极端行为，决策时会考虑到判断失误的可能，并控制其后果。

房价上涨或下跌，对于万科可能都不算糟糕。

若房地产市场持续低迷，万科未来几年的利润可能会放缓增长甚至出现下滑（此处是指实际利润，而非报表利润），但最终会随着市场份额的快速提升而好转。从历史上看，香港地产巨头都是在市场出现危机时大举扩张，迅速提升行业地位和市场份额的。

若房地产市场快速回暖，万科的利润将稳步增长，虽然抄底低价土地的梦想将成为泡影，但对投资者来说，收入和利润平稳增长可能是更容易接受的结果。以2011年毛估的实际净利润144亿元来估算，当前万科的动态市盈率仅有4.6倍。在产业并购中，这也是一个令人满意的估值水平。

### 此阶段无主要竞争对手

地产行业虽然有万科、保利、中海、金地等知名企业，但整体而言，还处于群雄并起的阶段。国家统计局数据显示，2010年全国商品住宅销售额为43 499亿元，市场占有率最高的万科，其份额还不到2.5%。所以，目前阶段的万科并没有主要竞争对手，它的发展几乎不会受到其他地产巨头的制约，反之亦然。

从历史经验看，中国香港地区前三大地产企业的合计市场占有率超过50%，而美国的这一数据则低于15%。很多人用中国的市场与美国对比，笔者认为这是不合理的。虽然国土面积相近，但美国的房地产市场与中国的情况截然不同。

美国适宜人类居住的土地面积（七田二水一分山）远远大于中国（七山二水一分田）。而美国人口数量约为3.09亿，中国约为13.41亿，

为前者的4.34倍。

这意味着，中国土地资源的稀缺程度比美国高10倍以上，中国内地的情形可能与香港地区更加类似。笔者认为，未来5年至10年房地产市场前三大企业合计份额达到25% ～ 30%，是一个可以预见的情况。郁亮在2010年的投资者交流会中表示："我国住宅行业目前的集中度还很低，中国第一大住宅企业的最终占有率应该能达到8%～ 10%的水平。"

资源越稀缺，行业进入门槛就越高，市场集中度自然也就越高。近几年，随着土地价格的提升，有一批开发商因拿不起地而被淘汰。接下来，若房价上涨乏力，又将有一批运营能力差的开发商被逐出市场。在这样的背景下，万科目前具备足够高的安全边际和成长性。

回头看自己多年前写的东西，感触颇多。很怀念当初那个傻傻地埋头看年报、分析公司的我。时过境迁，如今我已经不信这一套了，文中自己所写的一些财务知识，如今看来甚至有些陌生。回想起来，还是那时的我比较不讨人厌一些。

如果你分析公司的能力已经达到上述这篇报告的水准，很遗憾地告诉你：即使达到了也没用。根据我的切身体会，这个段位的研究能力，对获取投资收益是没有贡献的。

回想2011年撰写上文时，我无论如何也预见不到5年之后发生在万科身上的那场举世瞩目的股权争夺战，以及整个管理团队将面临的可能被撤换的风险。同样，在2008年，万科的分析者更加没有理由提前预见到，董事长王石在汶川地震后发出"捐款不可攀比"的呼吁，会给万科酿成重大的名誉危机。一名撰写报告的分析员，自不必因无法预见这些意外事件而苛责自己，然而作为一位投资者，则必须面对一个事实——某些可能改变公司命运的因素，落在了我们的思考范围之外。

如果把分析公司看成一门武功，它应该是这样的：这门武功由低到高共分为十层，第一层到第八层都只能伤害自己，练到第九层可以拥有和普通群众相当的战斗力，练到第十层的人也许可以天下无敌，也许仍然不能。

既然分析公司是无用的，那么我们如何确定该买哪些股票呢？方法惊人简单：永远只买低市盈率和低市净率的股票，分散买！

低估值和分散化是一种完美的结合，缺一不可。如果集中买入低估值的公司，一辈子只要遇到一次失败，就会把之前的积累全部清零；如果分散买入高估值的公司，你的资产必将缓慢地缩水，终有一天变得所剩无几。

## 精选

粗选的方法说完了，接下来我们说精选。精选的原则是，更加集中地买入那些市盈率、市净率双低的公司。当然，这里说的集中，只是相比于上面那100多只股票而言，精选之后，还是会有30只，依然是分散的。精选的方法是这样的：

第一步，先把所有上市公司中净资产小于100亿的公司全部剔除，因为通常来说，越大的公司生存能力越强，出现恶性财务造假的可能性也更小。精选的时候，我们必须更加重视每一只股票的安全性。

第二步，把所有股票按照市净率由低到高排序，保留市净率最低的100只，剩下的全部剔除。

第三步，把这100只股票按照市盈率由低到高的方式排序，等比例买入排名前30的股票。这里要特别注意一点，每一个行业的股票，最多只能买5只，如果单个行业已经买够了5只，就直接把列表中同行业的其他股票屏蔽。也就是说，我们的30只股票，至少要分配到6个不同的行业当中。精选出的30只股票，同样也要每3个月重新筛选一次，定期用新组合替换旧组合。

股票的粗选和精选两个方法说完了，下面的问题是，我们用什么工具来进行筛选，一只一只地看肯定不可能。我常用到的筛选工具有三个，分别是彭博、万得、理杏仁。彭博是终端机，万得是软件，理杏仁是个网站。彭博的优势是大而全，用彭博你可以筛选全世界任何一个国家的股市。万得的优点是精专，中国市场的数据，包括A股、B股和港股，万得提供的数据是最精确的。理杏仁的优点是价格便宜，可以按天或按小时收费。以下是这三家公司的官方网站，你可以根据自己的需要来选择。

彭博：https://origin-www.bloomberg.com/；

万得：https://www.wind.com.cn/；

理杏仁：https://www.lixinger.com/。

有了选股策略和买卖方案，还需要解决最后一个问题——怎么判断市场的整体估值。答案是，看市场中最有代表性的那个指数。A股市场的整体估值，你可以参考沪深300指数，这个指数的代码是000300。香港市场的整体估值，你可以参考恒生指数，它的代码是HSI。你也可以关注我的微信订阅号“微光破晓投资笔记”，我会每周定期更新国内各个主要指数的估值数据。

关于股票投资，最后请你注意的一点是，如果你投资的是A股，不要忘记申购新股。在目前，也就是2019年7月的政策下，申购新股可以给每个账户每年带来几万元的额外收益。钱虽然不多，但平白无故多出几万元的收益，总归是件好事。统计数据表明，A股的投资者中，有80%的人没有参与新股申购。这主要是因为，新股申购的中签率很低，一个账户平均要申购几十次，才能中一次，所以很多人连续申购几次不中之后，就懒得做了。但其实申购新股这件事，平均每个星期只会花掉你几分钟的时间。坚持做下去，你一定会有收获！当你中签了一只新股之后，它上市后通常会连续涨停，记住，在涨停板打开的那一刻，立刻卖出你的新股，一分钟也不要等！申购新股本质上是一种统计套利，这不是本书主要内容，所以在这里为了节省时间，我们不对新股的原理做过多的解释，你只需要记住，涨停板打开之后卖出，是最安全的策略。

从历史上看，申购新股的政策，平均每过几年就会有一次变化，不同的政策下，申购新股的策略也是不一样的。但是我们不可能在今天预测出未来的政策变化。并且，申购新股这个策略，也未必永远有效。A股申购新股能赚钱的一个很重要的原因，是公司在A股不能自由上市，而是需要审批。未来即使上市政策不发生变化，随着在A股上市的公司越来越多，申购新股的超额收益可能也会逐渐下降。总之，申购新股只是你通往高净值之路上的一个辅助工具。随着你资产的膨胀和时间的流逝，它注定会变得越来越不重要。

关于股票的内容，我们就讲到这里。

本章小结：

第一，要分散买入低市盈率和低市净率的股票。

第二，要在市场整体市净率水平低的时候买入，在市场整体市净率水平高的时候卖出。

第三，不要忘记申购新股。

如果你觉得自己筛选投资组合还是太麻烦，下一章，我会向你介绍一个很好的替代工具——指数基金。

# 第四章

# 指数基金投资要诀

在这一章中，我们会介绍一个比股票更方便的投资工具——指数基金。

先做一个简单的说明，指数基金本质上就是一堆股票的组合，所以指数基金的基本原理和股票是一样的。指数基金的买入标准是市净率小于等于1倍，卖出标准是市净率大于等于2倍。

“指数基金”跟传统的“股票型基金”相比，最大的区别就在于指数基金不追求跑赢市场，它只是忠实地复制某一个指数的走势。你可能会想：一个基金不追求战胜市场，这不是什么好事吧？其实恰恰相反。在之前的章节中，你学会了怎样用市盈率、市净率两个指标给指数估值，也了解到只有当一个基金严格地复制一个指数时，你才能通过查看这个指数的估值，去了解这个基金的估值。请记住，永远不要指望任何一个投资工具本身能够帮你战胜市场，战胜市场是你的任务！你是工具的主人。

前面我们说道，投资股票要想赚钱，两个必要的条件是“低估”和“分散”。低估要靠我们自己来判断，指数基金的高效之处在于，它可以帮我们实现“分散”，这样，你就不用再一只一只地买股票了。当然，这种方便是有代价的，如果指数基金在各个方面都比股票好，那么我们也就不用讲股票了。代价主要有两个，第一，指数基金是要收费的，目前国内各个指数基金的费用，为每年0.5%到1.5%不等，普遍来说，规模越大的指数基金收费越低。第二，当你选择了一个整体被低估的指数基金时，你会发现里面总会有那么几只股票是不够低估的，这就像你去餐厅点了一个套餐，就不能保证每一道菜都是你爱吃的一样。

不过和买股票相比，买指数基金也有一个明显的好处和一个隐藏的好处。明显的好处就是，买指数基金比买股票更方便。更重要的是那个隐藏的好处，买指数基金的时候，你更容易“守纪律”。当你看到自己账户有几十只甚至上百只股票的时候，你很容易对其中的一些产生偏好或者偏见。当根据规则你应该加仓、减仓或者换股的时候，你很可能因为某些股票正在暴涨或正在暴跌而产生不敢买或者舍不得卖的情绪；抑或你父亲就是某家工厂的车间主任，那么你很可能会觉得这家工厂的股票是“特殊的”。以上这些情绪，都是导致投资者亏损的原因。指数基金，让你和市场之间又多隔了一层，很多时候这其实是一种保护。

下面我们来介绍一下指数基金的类型。指数基金分为“宽基指数”和“行业指数”。宽基指数代表一个市场，行业指数代表一个行业。比如深沪300指数代表的是整个A股市场的蓝筹公司，而煤炭指数代表的是煤炭这个行业。所以在投资指数基金的时候，我们可以给宽基指数设定很高的上限，但行业指数必须要设置很低的上限。假如煤炭行业指数的市净率小于1倍，我们用来买股票的钱最多可以投20%在煤炭行业的指数基金上。原因很简单，单个行业有可能会衰落甚至消失，但整体市场不会！当然，宽基指数中也有代表性相对强的和代表性相对弱的，比如沪深300指数，就比上证50指数更能代表市场整体的估值水平。如果你很难判断一个宽基指数到底有多强的代表性，可以遵照下面这个要求去做——买入任何宽基指数的比例都不能超过资产的50%。

接下来，我们介绍几个最有代表性的宽基指数。

最能代表A股市场的就是沪深300指数。除此之外，A股方面我们再介绍3个指数。一个是上证50指数，它代表的是A股市场的巨型企业。上证50指数里不包含深圳市场的股票，但是无关紧要，A股市场里的巨型企业几乎都在上海市场。另一个是中证500指数，它代表的是A股市场的中型企业。还有一个是创业板指数，它代表的是A股市场的中小型创业公司。很多时候，一个指数对应的指数基金有很多只，这是因为不同的基金公司会各自发行自己的指数基金，其实对于投资者来说，同一个指数的各个指数基金都差不多，所以如果一个指数对应多只基金，我在表4-1中列出的就是目前规模最大的那一只[1]。这里需要说明的是，表4-1列出各指数所对应的基金，只是为了方便查询，不构成投资建议。事实上，在任何时候，各指数基金之间的估值差异，都是非常大的。历史上从来没有出现过同一时间内，市场上所有指数基金都值得投资的情况。

如果你想查看这些指数的估值，我的微信订阅号“微光破晓投资笔记”会在每周末更新各大指数的估值数据。

下面说一个重要的知识点：在A股市场，你不光可以买到A股的指数基金，还可以买到香港市场和美国市场的指数基金。港股和美股，我分别给你介绍两个宽基指数。

香港市场方面，你可以买到“恒生指数”和“H股指数”的指数基金。恒生指数代表在中国香港上市的所有公司中最大的50家。恒生指数中包括香港本地的企业，比如李嘉诚的长江实业，也包括内地企业，比如建设银行。H股指数也叫“国企指数”，由50家在香港上市的内地企业构成。

美国市场方面，你可以买到“标普500指数”和“纳斯达克100指数”的指数基金。标普500指数由500家在美国上市的大企业构成，你可以把它理解为

美国的“沪深300”，而纳斯达克100指数是美国高科技企业的代表，像苹果、微软、谷歌、英特尔等公司，都是这个指数里的重要成分股。

上面提到的两个中国香港指数和两个美国指数所对应的指数基金的名称和代码，也附在了表4-1当中。

可以在A股市场直接买到中国香港和美国的指数基金，这件事非常有价值，千万不要把这些基金仅仅当作A股市场的补充。不同市场的估值变化经常是不同步的，甚至是相反的，这会给你增加很多有效的投资机会。比如在我撰写本章内容的时候，也就是2019年8月，沪深300指数的市净率是1.51倍、H股指数的市净率是0.92倍，而标普500指数的市净率是3.26倍。最高的和最低的，相差3倍以上。

市盈率和市净率的估值方法，在全世界都是通用的，也就是说，你的狩猎范围越广，找到优质投资机会的可能性就越高！

最后，我们介绍一个特殊的指数——上证红利指数。这个指数是由过去两年平均股息率最高的50家公司构成的。股息率的计算公式是用上市公司过去一年的现金分红总额，除以上市公司的总市值。之前没有单独介绍过股息率这个指标，它和市盈率、市净率一样，也是一个重要的估值指标。高股息率、低市盈率、低市净率这三个现象，在很多时候是重叠的。通常来说，一只股息率很高的股票，它的市盈率和市净率也是比较低的。

行业指数有很多，我就不单独介绍了。如果你不是一名职业投资者，建议不要把行业指数纳入你的狩猎范围。

表**4-1** 指数基金列表

| 指数名称 | 指数代码 | 指数基金名称 | 指数基金代码 |
| --- | --- | --- | --- |
| 沪深 300 | 000300 | 300ETF | 510300 |
| 上证 50 | 000016 | 50ETF | 510050 |
| 中证 500 | 000905 | 500ETF | 510500 |
| 创业板指数 | 399006 | 创业板 ETF | 159915 |
| 上证红利 | 000015 | 红利 ETF | 510880 |
| 恒生指数 | HSI | 恒生 ETF | 513660 |
| H 股指数 | HSCEI | H 股 ETF | 510900 |
| 标普 500 | SPX | 标普 500 | 161125 |
| 纳斯达克 100 | NDX | 纳指 ETF | 513100 |

本章小结：

第一，指数基金和股票一样，可以用市盈率、市净率来估值。买入指数基金的标准是市净率小于等于1倍，卖出指数基金的标准是市净率大于等于2倍。

第二，投资指数基金时尽量选择宽基指数，如果投资行业指数，单个行业的上限不能超过20%。

指数基金可以算是第二好用的投资工具了。下一章正式进入本书中最重要的部分，我会教你使用在我心目中最好的投资工具——可转债。

---

[1] 指数基金的规模也是随时动态变化的。

# 第五章

# 稳中取胜的投资工具，可转债（上）

本章开始，我们进入书中最核心的部分——可转债。

可转债在我使用过的所有投资工具中，可以说是性价比最高的一种。更重要的是，它的风险收益特征非常适合不以投资为职业的普通投资者。

可转债这种工具和上一章介绍的指数基金相比，它的条款会更复杂一些，我接下来会花一些时间来介绍。不过不用担心，可转债的条款虽然有些复杂，但在实际操作中，具体的投资原则却非常简单。为了便于你理解，我们先说结论，然后再慢慢解释原理。

可转债的投资策略，可以浓缩成下面这3条：

第一，在可转债价格低于面值100元时，分散买入可转债，买入单只可转债的金额，不能超过你总投资金额的5%；

第二，在可转债发出“提前赎回公告”后，立刻卖出可转债。

第三，资金期限要和可转债的剩余时间相匹配，如果可转债还有2年到期，可以用2年内不用的资金买入，如果可转债还有5年到期，就要用5年不用的资金买入。

接下来，我会用尽可能简单的语言向你解释可转债的原理。

可转债，是上市公司发行的一种债券，这种债券的特殊之处在于，你可以决定是否用特定的价格把它转换成股票。如果你决定把它转成股票，转换完成后，你就拥有了发行可转债的那家上市公司的股票，同时也就不再拥有债券了。这个特性带来的好处是，如果股票大幅上涨，你可以享受股票上涨带来的收益，因为债可以转成股。如果股票大幅下跌，你可以不承担股票下跌带来的损失，因为债也可以不转成股。

举个例子，目前我们A股市场发行的所有可转债的面值都是100元，面值是指发行时的票面价值，发行完成后，可转债就可以在证券市场上进行交易，在自由交易的状态下，可转债的价格可能比100元高，也可能比100元低。

现在假设有一只可转债，它每一张的面值是100元，交易价格也是100元。按照合同规定，每一张可转债可以转换成20股股票，每股价格5元。同时假设这只股票当前的价格，也刚好就是5元。接下来一段时间，可转债所对应的这只股票的价格从5元涨到了10元，这时候，每张可转债还是可以转换成20股股票，那么，如果你决定把可转债转成股票，你就可以获得市值为20×10＝200元的股票，一般来说，这个时候你即使不选择把可转债转成股票，可转债的价格也会直接涨到200元左右。

我们假设另一种情况，如果股票不是从5元涨到10元，而是从5元跌到了2元，这时候，你可以决定不把可转债转换成股票，那么你持有的就是债券，假设这只可转债是3年之后到期，那么在3年之后，你会拿回100元的本金加上一些利息，不但不亏钱，还能赚一点儿。当然，这是在可转债不违约的前提下，截至2019年8月，内地市场历史上还没有出现过可转债违约的情况，但这不代表未来不会发生。如果你投资100元以下的可转债，并做好持有到期的心理准备，那么可转债违约，将是投资可转债唯一的风险，所以我在上面3条规则中的第一条就强调，要分散投资，买入单只可转债的比例不能超过你资产的5%。理论上你投资的任何一只可转债都有可能违约，但是如果你同时持有20只可转债的话，它们不可能全都违约。可转债市场和普通的债券市场一样，整体、长期来说一定是正收益的。而且发行可转债的条件比发行普通的债券要严格很多，很多有资格发纯债的公司都没有资格发可转债，所以可转债违约的可能性相对更小一些。

刚才的例子中，可转债的面值和价格这两个名词你可能早就明白，刚才我们还说到，每一张可转债可以用每股5元钱的价格转换成20股股票，将可转债转成股票所需要支付的价格，学名叫作转股价。不论可转债的价格怎么变化，可转债的面值永远都是100元，用100除以转股价，就是每张可转债可以转换成股票的股数。比如转股价5元，那么每张可转债就可以转换成100/5＝20股股票。

如果到这一步为止你全都看明白了，那么可转债的大致原理你已经清楚了。如果你感觉有些晕的话，请重新看一遍。要知道，可转债极有可能是你整个投资生涯中所能遇到的最好的投资工具了，它绝对值得你多花一点时间！

接下来我给你介绍另外几个关于可转债的概念和条款。

首先是溢价率的概念。上文中我们说明过，可转债只要不违约，就具有“下有保底，上不封顶”的属性，这么好的事，要不要付出什么代价呢？要的，代价就是溢价率。比如刚才的案例中，我们可以把一张可转债以每股5元的价格转换成20股股票，但是当你买入可转债的时候，每股的股价很可能只有4元。也就是说，如果你花100元买入可转债后立刻将其转成股

票，你只能获得20×4＝80元的股票。所以当你买入可转债之后，你得等待。股票从4元涨到5元的这段时间，你是不赚钱的，如果股价继续从5元涨到6元，你的可转债就可以转成20×6＝120元的股票。

转股价5元，实际股价只有4元，这中间的差价，就叫溢价。5元的转股价，4元钱的实际股价，溢价率就是（5-4）/4×100%＝25%。在投资可转债时，溢价率是仅次于价格的第二重要的参考指标。同等条件下，溢价率显然是越低越好，可转债的溢价率越低，股票上涨的收益就能越直接、越快速地反映到这只可转债身上。

溢价率的计算方法你必须知道，但实际操作中，并不需要每次都自己算。通过网站https://www.jisilu.cn/，你可以清楚地看到每一只可转债的各项数值，并且它是每分钟实时更新的。你进入这个网站后，点击实时数据，再点击可转债，就可以看到可转债的最新数据了。注意，当你进入可转债的界面之后，你会同时看到“可转债”和“可交换债”两个品类的数据，你要在页面上方单独勾选“可转债”，才能清除掉交换债的数据。我在文稿中附了一张图，看一眼就能明白（如图5-1所示）。至于“可交换债”是什么东西，本书不讲。你只需要记住，相比之下，可转债是更好用的工具就行了。

“虽然可转债有涨的时候像股票，跌的时候像债券的特性，但同时也付出了一定的溢价率作为代价，所以也是挺公平的呀”，如果你这样想，那么你就把可转债这东西想简单了，在溢价率的问题上，它是可以“作弊”的！作弊的方法，学名叫“下调转股价”。

可转债 | 强赎 | 回售 | 其他条款 | 待发转债 | 自选

可转债( 手动刷新 □30秒自动刷新) 可转债数据说明 ☑可转债 □可交换债 ☑仅看已上市 □合格机构投资者可买 □仅看自选 讨论与反馈 转债佣金百万分之5

| 代码 | 转债名称 | 现价 | 涨跌幅 | 正股名称 | 正股价 | 正股涨跌 | PB | 转股价 | 转股价值 | 溢价率 | 纯债价值 | 期权价值 | 理论价值 | 理论偏离度 | 波动率 | 回售触发比 | 强赎触发价 | 转债占比 | 机构持仓 | 到期时间 | 剩余年限 | 到期税前收益 | 到期税后收益 | 预期回售日 | 回售剩余 | 回售税前收益 | 回售税后收益 | 成交额(万元) | 折算率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 128012 | 辉丰转债 | 79.160 | -0.15% | 辉丰股份 | 2.86 | -0.35% | 1.10 | 7.740 | 36.951 | 113.48% | 82.69 | 3.30 | 85.99 | -8.63% | 41.85% | 189.44% | 10.06 | 19.6% | 11.67% | 22-04-21 | 3.767 | 8.38% | 7.99% | 20-07-20 | 2.01 | 15.35% | 14.85% | 249.24 | 0.00 |
| 127003 | 海印转债 | 83.710 | -0.31% | 海印股份 | 2.41 | -0.82% | 1.56 | 5.250 | 45.905 | 82.36% | 93.38 | 1.02 | 94.40 | -12.77% | 23.07% | 152.49% | 6.83 | 20.5% | 8.34% | 22-06-08 | 3.899 | 8.48% | 7.74% | 20-09-06 | 2.15 | 10.21% | 9.89% | 415.26 | 0.00 |
| 128013 | 洪涛转债 | 84.434 | -0.20% | 洪涛股份 | 3.61 | 0.28% | 1.22 | 9.980 | 36.172 | 133.42% | 91.60 | 1.07 | 92.67 | -9.75% | 30.07% | 193.52% | 12.97 | 26.7% | 9.81% | 22-07-29 | 4.038 | 7.66% | 6.99% | 20-10-27 | 2.28 | 9.47% | 9.12% | 73.83 | 0.26 |
| 128037 | 岩土转债 | 84.848 | -0.57% | 中化岩土 | 4.91 | -1.60% | 2.42 | 8.030 | 61.146 | 38.76% | 83.27 | 16.66 | 99.93 | -17.78% | 39.34% | 114.48% | 10.44 | 6.8% | 0.00% | 24-03-15 | 5.668 | 5.30% | 4.84% | 22-06-13 | 3.91 | 5.33% | 5.12% | 142.20 | 0.00 |
| 128018 | 时达转债 | 86.208 | -0.30% | 新时达 | 6.50 | -0.31% | 1.27 | 11.830 | 54.945 | 56.90% | 83.59 | 10.27 | 93.86 | -8.88% | 35.16% | 127.40% | 15.38 | 21.9% | 0.04% | 23-11-06 | 5.312 | 5.00% | 4.57% | 22-02-04 | 3.56 | 5.40% | 5.17% | 32.20 | 0.00 |
| 128036 | 金农转债 | 87.000 | -1.42% | 金新农 | 7.15 | -0.56% | 1.49 | 9.620 | 74.324 | 17.22% | 75.18 | 18.13 | 93.31 | -7.25% | 30.63% | 94.18% | 12.51 | 23.9% | 1.61% | 24-03-09 | 5.652 | 4.55% | 4.15% | 22-06-07 | 3.90 | 4.73% | 4.51% | 463.44 | 0.00 |
| 128038 | 利欧转债 | 87.220 | -0.46% | 利欧股份 | 2.05 | -0.49% | 1.39 | 2.750 | 74.545 | 17.00% | 83.91 | 17.82 | 101.73 | -16.64% | 29.85% | 93.90% | 3.58 | 19.2% | 0.40% | 24-03-22 | 5.688 | 4.93% | 4.45% | 22-06-20 | 3.93 | 4.56% | 4.35% | 904.77 | 0.00 |
| 128026 | 众兴转债 | 87.390 | -0.26% | 众兴菌业 | 8.35 | -1.76% | 1.14 | 11.640 | 71.735 | 21.82% | 76.54 | 18.84 | 95.38 | -9.14% | 34.58% | 97.58% | 15.13 | 29.5% | - | 23-12-13 | 5.414 | 4.67% | 4.25% | 22-03-13 | 3.66 | 4.91% | 4.68% | 67.86 | 0.00 |
| 113502 | 嘉澳转债 | 87.660 | -0.41% | 嘉澳环保 | 28.38 | -2.41% | 2.84 | 45.270 | 62.691 | 39.83% | 78.46 | 20.00 | 98.46 | -12.32% | 45.62% | 111.66% | 58.85 | 8.9% | - | 23-11-09 | 5.321 | 5.05% | 4.55% | 22-02-08 | 3.57 | 4.95% | 4.71% | 49.92 | 0.00 |
| 123001 | 蓝标转债 | 87.684 | -0.42% | 蓝色光标 | 5.11 | -5.19% | 1.83 | 9.810 | 52.090 | 68.00% | 94.23 | 8.67 | 102.90 | -17.35% | 45.32% | 134.36% | 12.75 | 12.8% | 5.54% | 21-12-18 | 3.427 | 7.66% | 6.92% | 20-03-16 | 1.67 | 10.20% | 9.80% | 359.38 | 0.27 |
| 127004 | 模塑转债 | 88.300 | -0.27% | 模塑科技 | 3.61 | -0.82% | 1.12 | 7.720 | 46.762 | 88.83% | 88.80 | 3.65 | 92.45 | -4.70% | 28.93% | 149.70% | 10.04 | 31.4% | 6.63% | 23-06-02 | 4.882 | 5.68% | 5.08% | 21-08-31 | 3.13 | 5.31% | 5.06% | 9.09 | 0.00 |
| 128023 | 亚太转债 | 88.720 | 0.45% | 亚太股份 | 5.76 | -0.69% | 1.48 | 10.340 | 55.706 | 59.26% | 84.68 | 10.78 | 95.46 | -7.60% | 35.17% | 125.66% | 13.44 | 23.5% | 0.86% | 23-12-08 | 5.400 | 4.69% | 4.21% | 22-03-08 | 3.65 | 4.43% | 4.21% | 135.22 | 0.00 |
| 128039 | 三力转债 | 89.430 | 0.19% | 三力士 | 5.88 | 1.20% | 2.27 | 7.380 | 79.675 | 12.05% | 73.21 | 27.09 | 100.30 | -12.15% | 36.99% | 87.86% | 9.59 | 16.0% | - | 24-06-07 | 5.899 | 3.73% | 3.38% | 22-09-06 | 4.15 | 3.61% | 3.44% | 572.87 | 0.00 |
| 113014 | 林洋转债 | 90.080 | -0.35% | 林洋能源 | 4.59 | 0.00% | 0.85 | 8.800 | 52.159 | 72.70% | 83.78 | 12.62 | 96.40 | -7.02% | 42.91% | 134.20% | 11.44 | 37.0% | 8.24% | 23-10-27 | 5.285 | 4.13% | 3.71% | 22-01-25 | 3.53 | 4.13% | 3.90% | 54.87 | 0.00 |
| 128030 | 天康转债 | 91.014 | -0.53% | 天康生物 | 6.16 | -0.81% | 1.95 | 8.150 | 75.583 | 20.42% | 84.44 | 10.55 | 94.99 | -4.37% | 19.01% | 92.61% | 10.60 | 16.8% | - | 23-12-22 | 5.438 | 4.16% | 3.69% | 22-03-22 | 3.68 | 3.65% | 3.44% | 19.51 | 0.00 |
| 128021 | 兄弟转债 | 91.100 | 0.53% | 兄弟科技 | 5.97 | 0.51% | 2.19 | 11.230 | 53.161 | 71.65% | 82.91 | 22.17 | 105.08 | -15.35% | 61.43% | 131.68% | 14.60 | 21.7% | 2.91% | 23-11-28 | 5.373 | 3.75% | 3.35% | 22-02-26 | 3.62 | 3.62% | 3.42% | 65.14 | 0.00 |
| 113017 | 吉视转债 | 91.220 | -0.09% | 吉视传媒 | 2.23 | 0.00% | 1.01 | 2.960 | 75.338 | 21.08% | 84.95 | 12.82 | 97.77 | -7.18% | 22.29% | 92.91% | 3.85 | 22.5% | 0.74% | 23-12-27 | 5.452 | 3.67% | 3.28% | 22-03-27 | 3.70 | 3.50% | 3.31% | 89.31 | 0.00 |
| 123004 | 铁汉转债 | 91.390 | 0.00% | 铁汉生态 | 5.37 | 停牌 | 2.04 | 8.230 | 65.249 | 40.06% | 82.61 | 25.34 | 107.95 | -18.12% | 51.69% | 107.28% | 10.70 | 13.5% | 2.08% | 23-12-18 | 5.427 | 3.65% | 3.26% | 22-03-18 | 3.67 | 3.47% | 3.27% | 0.00 | 0.00 |
| 113016 | 小康转债 | 91.920 | 0.99% | 小康股份 | 17.39 | 0.81% | 3.21 | 22.760 | 76.406 | 20.30% | 83.59 | 22.51 | 106.10 | -15.43% | 36.08% | 91.62% | 29.59 | 9.5% | 0.02% | 23-11-06 | 5.312 | 3.71% | 3.29% | 22-02-04 | 3.56 | 3.50% | 3.28% | 112.02 | 0.00 |
| 128019 | 久立转2 | 92.300 | -0.12% | 久立特材 | 6.07 | -0.98% | 1.73 | 8.220 | 73.844 | 25.20% | 83.16 | 20.33 | 103.49 | -12.12% | 35.02% | 94.79% | 10.69 | 20.4% | 1.35% | 23-11-08 | 5.318 | 3.53% | 3.13% | 22-02-06 | 3.56 | 3.29% | 3.09% | 99.45 | 0.00 |
| 123003 | 蓝思转债 | 93.980 | -0.40% | 蓝思科技 | 13.69 | -2.63% | 3.18 | 24.180 | 56.617 | 66.60% | 85.23 | 25.36 | 110.59 | -17.67% | 63.33% | 123.64% | 31.43 | 13.4% | 10.96% | 23-12-08 | 5.400 | 3.12% | 2.73% | 22-03-08 | 3.65 | 2.70% | 2.50% | 1358.67 | 0.00 |

来源：https://www.jisilu.cn/。

图**5-1** 可转债列表

刚才的案例中我们说过，一只可转债的转股价是5元，但当时可转债所挂钩的股票可能只有4元。4元太温柔了，我们说个更极端的，转股价5元，但实际股票价格只有2元，够绝望了吧，股价要涨150%才能把溢价抹平，看上去是永远都没有希望了。但是重点来了，这种情况下，发行可转债的上市公司有一个权利，叫作“下调转股价”，它可以把可转债的转股价格，直接从5元调整到2元，调整之后，每一张可转债就能以每股2元的价格，转换成100/2＝50股股票。你没看错，就是有这种好事，在整个下调转股价的过程中，我们作为可转债的持有者，不用为此付出任何代价！当然，下调转股价有两个限制：第一，下调后的转股价，不能低于上市公司的每股净资产[1]；第二，上市公司提出的下调转股价的方案，需要股东大会审议通过，历史上看，下调转股价的议案大部分都是可以通过的，具体都是怎么通过的，每家公司情况不同，就不一一解释了，我们只需要知道，如果上市公司的实际控制人，想要对自己的公司做些什么，我们要相信他们的能力和手段。当转股价下调到2元之后，未来只要股价涨到3元，你的可转债就能从100元涨到150元，股价涨到4元，你的可转债就能涨到200元。可别忘了，这个可转债一开始的转股价是5元。最终的结果是，股票价格从5元变成4元，你的可转债却翻倍了！

说到这里你可能会问，我只不过买了个可转债而已，上市公司凭什么这么拼命地帮我？其实它不是在帮你，它是在帮自己。买了可转债之后，你最大的好处就在于，你的利益和上市公司实际控制人的利益，在很大程度上是一致的！下一章，我会告诉你，为什么发行可转债的上市公司，看上去非要让买可转债的人赚钱才肯罢休，这背后到底隐藏着怎样的利益关系！

本章小结：

一个骰子有六面，掷出1、2、3你赢一元，掷出4、5、6你不赢不输。在特定情况下，可转债能够实现这种收益和风险的不对称。

---

[1] 也有个别的可转债没有这个限制。

# 第六章

# 稳中取胜的投资工具，可转债（下）

在本章，我会告诉你可转债背后隐藏的利益关系，同时向你介绍另外几个可转债的概念和条款。

上市公司为什么要发行可转债？通常来说，上市公司发行可转债的目的，是最终实现股权融资。换句话说，就是它希望你把债转成股，这样它就不用还钱了。当然，债权融资和股权融资都是有代价的，债权融资的代价是还本付息，股权融资的代价是会稀释股份。每家上市公司的战略选择是不同的，但是根据可转债的条款，我们基本可以判断，发行了可转债的上市公司，绝大多数都是希望看到可转债转股的。因为发行纯债比发行可转债要容易得多，如果公司不想进行股权融资，直接去发纯债就好了。从结果上看，历史上发行并且已经到期的可转债中，没有成功实现转股的比例只有不到5%。换句话说，超过95%的可转债最终都转成了股票。

说到这儿你可能会问：既然股票涨的时候，可转债也会跟着涨，那么我如果一直拿着可转债，不把它转成股票，上市公司不是也没办法吗？不是这样的，假设随着股票价格的上涨，可转债的价格也涨到了160元，如果你不转股，等到债券到期之后，公司会按债券面值加上利息来还你钱，最后你只能拿到100元到110元，所以，转股才是最符合你利益的选择。上一章我们说过，在可转债这个品种上，持债人和上市公司的实际控制人的利益是一致的！

另外，关于可转债还有一个特别值得注意的现象。一般上市公司发行的可转债，都是5年期或者6年期的，理论上，持有可转债的人，可以等到可转债到期前的最后一刻决定是把可转债转成股票，还是让公司还本付息。但实际结果是，A股历史上发行的所有可转债的平均存续期只有2.16年。也就是说，持有可转债的人，平均只持有了2.16年，就把可转债全部转成股票了。这又是什么原因？这就要讲到可转债的另一个重要条款“提前赎回条款”。请记住，上市公司不光有能力“帮”你转股，它还有能力“逼”你转股。我们来看一段合同中的原话：“在本可转债转股期内，如果公司股票任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权按照债券面值加当期应计利息赎回部分或者全部可转债。”这段话是什么意思？其实很简单，如果可转债的转股价是10元，那么当可转债所挂钩的股票价格涨到13元并且维持了一小段时间之后，上市公司有权利提前赎回它发行的可转债。一旦上市公司决定启

动“提前赎回条款”，它会公开发布赎回公告，通常赎回公告会在一个月之内发布3次或以上，一般来说，你有大约一个月的时间来进行转股[1]。在实际操作中，我建议你在提前赎回公告发布之后，立刻就卖出可转债，或者把可转债转成股票之后再把股票卖掉，这两种方法都可以。将可转债转成股票，需要输入一个“转股代码”，赎回公告里会告诉你代码是多少。具体的转股操作，每家证券公司的系统不太一样，你第一次做的时候，咨询一下你的客户经理就行了。

理解了提前赎回条款的含义，你就会明白，如果上市公司想要让你提前把可转债转成股票，它就必须想办法，让你手里的可转债尽快涨到130元以上。所以我在一开始提出的可转债投资三原则中，第一条就告诉你，要买入100元以下的可转债，现在你应该明白是什么原因了。

说到这儿，你可能有两个问题想问。

第一个问题，可转债超过130元就可以被提前赎回，那130元是不是就是可转债上涨的极限了？不是的，历史上所有可转债的平均收盘价是164元；要知道，一个金融产品最后一个交易日的价格，不太可能就是存续期内的最高价格。所以另一个数据是，所有可转债的历史最高价的平均值是202元。可转债不是超过130元就可以提前赎回吗？为什么会有机会涨到这么高？主要有两个原因：第一，在可转债上市后的前半年，上市公司是不可以进行提前赎回的；第二，即使可转债价格超过了130元，上市公司也不一定会立刻行使提前赎回的权利，历史上也有一些公司，是在股票价格比转股价格高出60%甚至100%的时候，才去行使提前赎回的权利的。

你可能想问的第二个问题是：上市公司发了提前赎回公告，我怎么才能知道？我应该去哪儿看？最正规的渠道是交易所的网站，如果你买的可转债所挂钩的股票是在上海市场交易的，你就进入上海证券交易所的网站，然后在搜索栏内输入股票代码，接着就可以看到这家上市公司全部的公告了。如果你买的可转债所挂钩的股票是在深圳市场交易的，你就进入深圳证券交易所的网站，然后做相同的操作。在中国内地市场，代码以6开头的就是上海股票，代码以0或3开头的，就是深圳股票。下面是上交所和深交所的官方网站网址。

上交所：http://www.sse.com.cn/；

深交所：http://www.szse.cn/。

你也不用天天都去看公告，当可转债满足提前赎回的条件后，你每周末去交易所看一次就行了。

有些券商行情软件中的F10功能也可以查看可转债的提前赎回公告。但是，我还是建议你定期去交易所的网站看公告，虽然麻烦一点，但毕竟交易所的数据更及时，也更可靠。

好了，到这一步，关于可转债的知识就讲得差不多了。我想现在你应该明白，我在上一章开篇提出的可转债投资三原则到底是怎么来的了。我再给你重复一遍那三条原则：

第一，在可转债价格低于面值100元时，分散买入可转债；买入每只可转债的金额，不能超过你总投资金额的5%；为什么要低于100元再买？因为就算可转债最终没能转股，还本付息你也能赚钱。更重要的是，当你用低于100元的价格买了可转债后，上市公司有充分的动力帮你把可转债价格提升到130元以上。但如果你是用200元买的可转债，那你就只能自生自灭了，上市公司没有任何意愿帮你把价格提升到400元。为什么每只可转债的投入金额不能超过资产的5%？跟买股票一样，分散投资，追求大概率下的平均赢！

第二，在可转债发出“提前赎回公告”后，立刻卖出可转债。为什么要在看到提前赎回公告后立刻卖出？其实等到最后一刻再卖出也行，从预期收益的角度看没什么区别，建议你立刻就卖，主要是怕时间拖太久，你会把这事给忘了。我的一个朋友，曾经在“平安转债”发布提前赎回公告后，忘记了卖出可转债，结果眼睁睁地看着170元左右的可转债，被上市公司以一百零几元的价格拿走。我希望这样的事情，不要发生在你的身上。

第三，资金期限要和可转债的剩余时间相匹配，如果可转债还有2年到期，你可以用2年内不用的资金买入，如果可转债还有5年到期，你就用5年内不用的资金买入。这一条很好理解，虽然历史上可转债平均的存续期只有2.16年，但这2.16年只是一个平均数，有些可转债上市后9个月就转股了，也有一些拖到最后一年才转股，还有少数几只根本就没转成。所以我们在投资任何一只可转债的时候，都要做好持有到期的心理准备。

关于可转债投资的基本原理，就介绍到这里。在下一章中，我会给你讲几个我自己投资可转债的实战案例。

本章小结：

可转债的持有者与上市公司实际控制人的利益是高度一致的。

---

[1] 具体情况以公告为准。

# 第七章

# 可转债投资实例：中行转债

在这一章，我会给你分享一个我投资可转债的实战案例。希望你结合前两章的内容，体会一下当初我投资可转债的过程。

在这个案例中，我投资的可转债是中国银行发行的“中行转债”。中行转债是在2010年6月发行的，最终在2015年3月退市，整个存续期将近5年，这在历史上发行的所有可转债当中，算是存续时间非常长的了，上面说过，可转债平均的存续时间，只有2.16年。

我投资中行转债，是在2011年的11月30日，当时中行转债的价格是94.46元，转股溢价率大约是19%，也就是说，中国银行的股票，只要先上涨19%，若再继续涨的话，我就可以享受到全部的收益。在之后的几年中，中行转债的价格最高涨到194.16元，2015年1月28日，中行发布提前赎回公告，那时的价格是174元。我也在中行发布提前赎回公告后立即卖出了全部的中行转债。整个投资过程历时3年零3个月，总收益率是84.2%。年化收益率是20.68%。

图7-1显示了中行转债从上市到退市的历史走势。对于这一笔投资，有下面几个问题值得重点讨论一下。

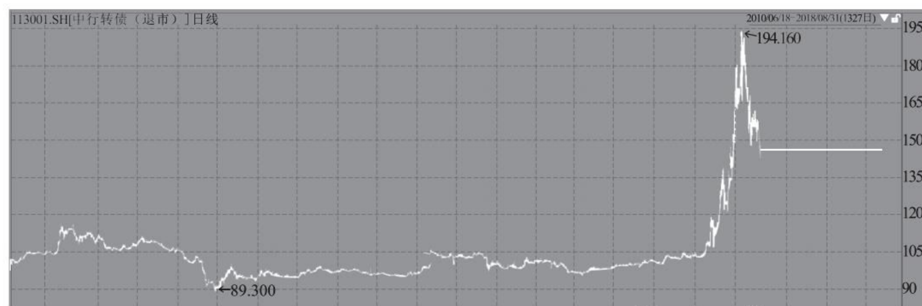



**图7-1** 中行转债历史走势

资料来源：万得。

第一是时间，你可以看到，在我买入中行转债之后的整整3年，中行转债基本上没有上涨，始终在100元上下徘徊，直到2014年10月，中行转债才突然开始爆发，短短3个月的时间就涨到了170元以上。我把图放在这儿，把过程写下来，就是一瞬间的事，但如果你实际去经历的话，那将是一个非常漫长的过程。3年是1 000多天，26 000多个小时。当年身边的朋友，有十多个人跟我一起投资了中行转债，但真正坚持到最后的，享受到收益的，除我之外，就只有两个人。3年的时间，可以腐蚀掉绝大多数投资者的心理防线。试想一下，你花94元买了一只可转债，100天后它还是94元，300天后它还是94元，500天后它还是94元，1 000天后它还是94元，你心里是什么感受？事实上，有几个朋友是到了2014年7月和8月才放弃的，基本上算是倒在了日出前的最后一刻。这种情况下，我们靠什么坚持到最终开花结果、瓜熟蒂落的那一天？不是靠信仰，也不是靠勇气，坚持需要勇气，放弃也需要勇气，做对的人有信仰，做错的人也可能有信仰，在投资的世界，信仰和勇气一点用处也没有，只有充足的知识才能帮助我们。

我之所以不会在半路放弃，是因为当我买入中行转债的时候，就做好了坚持很多年的心理准备。因为我从一开始就知道，可转债什么时候能上涨是不确定的，这是一个概率分布的问题。94元买入的可转债，半年就涨到170元，或者三四年之后才开始上涨，都是正常现象。我能等3年，是因为这件事并没有超出我的认知范围。94元买入中行转债的时候，我甚至做好了持有到期的心理准备，如果中行转债一直不涨，到期还本付息，我大约能拿回110元。

说到这里，你可能会问：既然中行转债在前3年都没有上涨，那能不能等到第三年的时候再买入？答案是不能。我们面对复杂的证券市场，一定要保持最基本的敬畏之心。你得承认你不能预测市场的涨跌，否则你根本不需要投资可转债。正是因为市场的波动很难预测，我们才需要追求收益和风险的不对称，你如果知道市场下一刻会发生什么，那就根本没有风险，只有收益了。另一方面，也不是所有可转债都要等很久。事实上，下一章要提到的案例，就是我只持有了一年就功成身退的平安转债。不过这是后话，咱们先回到这个中行转债的案例。

在这个案例中，除了时间因素之外，另一个值得拿出来讨论的，就是两只相似的可转债之间的对比。同样是在2011年的11月30日，四大国有银行中，工商银行发行的工行转债也在证券市场交易，当时中行转债的价格是94元，工行转债的价格是107元，从价格上看，明显是中行转债更便宜，但同时需要考虑的另一个因素是，中行转债的溢价率是19%，而工行转债的溢价率只有1.3%。也就是说，中国银行的股票要先涨19%，中行转债才会跟随股票一起上涨，但工商银行的股票只需要先涨1.3%，工行转债就能

跟随股票一起上涨。这时就面临一个选择，到底是价格低更重要，还是溢价率低更重要。最终我选择了价格更低的中行转债，原因是，虽然可转债是个攻守兼备的品种，但在实际投资时，我认为应该更加看重它的防御属性。可转债的价格越高，它事实上就越接近于股票，而可转债的价格越低，它攻守兼备的属性就越明显。

从最终的结果来看，中行转债最高涨到194元，工行转债最高涨到163元。但这个结果本身不能说明什么问题，可转债价格在向上脱离130元之后，最终能涨到多少，其实有很强的随机性，再来一遍的话，两个结果互换也不是没有可能。其实在当时选择中行转债的时候，我就已经做好了它的收益会低于工行转债的心理准备。

本章小结：

投资可转债需要足够的耐心。虽然绝大多数可转债会在到期之前成功转股，但投资可转债时，仍需做好持有到期的心理准备。

# 第八章

# 可转债投资实例：平安转债

上一章分享了中行转债的投资案例，这一章，我来分享平安转债的投资案例。

平安转债是保险业巨头中国平安发行的可转债，在2013年12月9日上市，上市之后没过几天，就跌到了100元左右。我在102元左右时分两批买入了平安转债。当时的情况比较特殊，我没有等它降到100元以下主要有这样两个原因。第一，当时平安转债的溢价率非常低，大概为3%；第二，我当时原本就持有中国平安的股票，所以就面临一个是否要切换的选择。上一章中，我面对的是中行转债和工行转债这两个可转债之间的选择，而这一次，我面对的是正股和可转债之间的选择。3%的溢价率，意味着如果我把中国平安的股票换成可转债的话，当股票上涨时我会损失3%的收益，对此的补偿是，我持有的资产从“下不保底，上不封顶”的股票，变成了“下有保底，上不封顶”的可转债。这里请你注意一点，102元的可转债，也是保底的，通常来说，可转债几年累计的利息加上最后偿还的本金，总共会超过110元。我在前面反复强调要买100元以下的可转债，是出于一种更加保守的考虑，我希望你不仅能享受到股票上涨的收益，同时也能在最差的情况下，得到还算不错的利息收益。

但是在这个案例中，由于我本身就持有中国平安的股票，所以对比的思路会不太一样。用一个不太恰当的比喻来说，当时的选择就像是：要不要花3%的成本，给中国平安这只股票买个保险。我最终的回答是：要！所以我在平安转债102元上下的时候，把中国平安的股票全部换成了中国平安的可转债。在上一个案例中，中行转债的投资过程历时3年零3个月，而平安转债的投资周期就短很多，2014年12月24日，平安转债发布“提前赎回公告”后，我在25日以152元的价格卖出了平安转债。整个投资过程历时一年，总收益率是49%，由于只用了一年，所以年化收益率也是49%。

在这个案例中，还有一个值得重点讨论的问题，就是卖出策略。

图8-1是平安转债的历史走势图，我在152元卖出平安转债之后，它最高涨到了192元，另外它最终收盘的价格是167元。这种情况下，你心里可能会有个疑问：在公司发布提前赎回公告之后，立刻就卖出，是不是太早了？是不是可以等它再涨一涨？我的建议是最好不要等。再看一下上一个案例中中行转债的走势图，你会发现，在中行转债发布提前赎回公告之

后，它的价格是一路下跌的。如果你在这两个案例中都选择再等一等，平均而言并不会得到更好的结果。

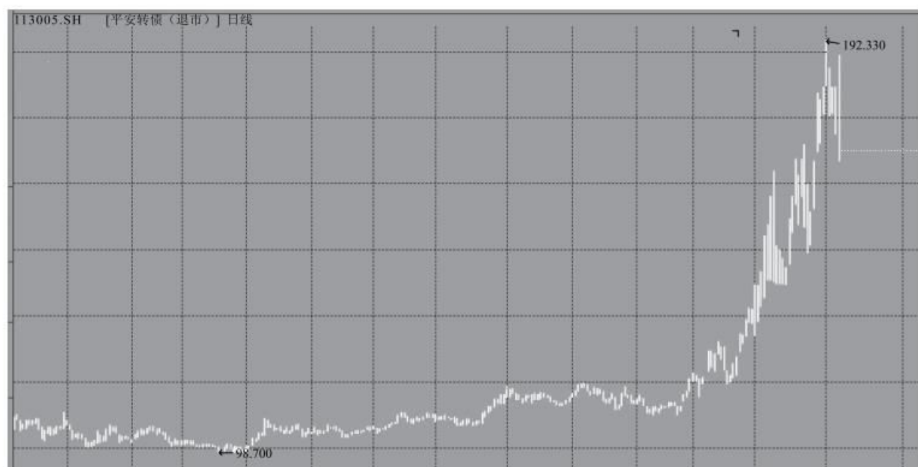



**图8-1 平安转债历史走势**

资料来源：万得。

在目前投资转债的小圈子中，比较流行的卖出策略有两种：一是我们刚才说的，在看到提前赎回公告后立刻卖出的策略，我们可以叫它策略1；另一种策略，我们可以叫它策略2。

策略2的方法是：在可转债价格达到或超过130元之后，只要从最高点下跌超过10元，就卖出，不考虑有没有发布赎回公告。举例来说，当一只可转债的价格第一次达到130元时，它的历史最高价显然也是130元，那么如果未来有一天，它的价格从130元下跌到了120元，就立刻卖出全部的可转债。如果未来价格上涨到140元呢？这时候，它的历史最高价就是140元，那么就重新以140元为基准，如果下跌10元达到130元，就卖出可转债；如果涨到了150元，就把基准调整到150元。以此类推。当然，策略2的使用有一个极限，就是不能超过可转债的“赎回日”，一旦超过了赎回日，你的可转债就会被公司以100元左右的价格直接拿走。这个规则很重要，如果你忘记了，一定要回顾一下前面的内容。一般来说，赎回日会出现在可转债发布“提前赎回公告”的一个月之后，具体日期以公告为准。

策略2的好处是，它可以在可转债的快速上涨中，实现一个“止损不止

盈”的效果，但同时，这个策略也有几个额外副作用。

第一，从结果上看，策略2有时候会导致可转债卖出过早，比如第一个案例中的中行转债，如果使用策略1，即看到提前赎回公告后卖出，那么卖出的价格是174元，但如果按照策略2，卖出价格将是130元左右，原因是在可转债上涨的过程中，出现过一次从140元到122元的大幅回撤。

第二，耗时。可转债在超过130元之后，价格的波动会非常剧烈，如果按照策略2的要求，从最高点回撤10元就卖出，我们就必须在交易时间一直盯着看。

第三，你操作的时候更容易不守纪律。其实本书讲的每一种投资工具，都有很多种投资策略，但我通常会建议你选择最简单的那一种。因为10多年的投资经验告诉我，复杂的策略到了实际操作中，往往会比你预期的更复杂。有时候，单从数学期望的角度看，复杂策略是好于简单策略的，但现实中，往往是那些使用简单策略的人赚钱更多，因为使用复杂策略的人，除了策略本身的风险之外，还额外承担了一个执行时偏离策略的风险。

综合以上原因，如果你不是一名职业投资者，我建议你选择策略1。想要简单有效地取得收益，策略1已经足够了。

其实严格来说，现在比较流行的策略1和策略2，都不是最科学的。最科学的方法是“动态再平衡”。但是动态再平衡这个策略，难度更高，需要对投资有很深刻的理解才能执行，否则很容易在实际操作中混淆再平衡和炒短线的区别。

下面我简单科普一下“动态再平衡”的原理和策略。

动态再平衡是一种在逻辑上十分严谨的思想。它的主旨是：在任何时候，用任何资产和任何资产做对比。假设你现在持有一批可转债，根据动态再平衡的逻辑，此刻你需要思考的问题是：如果我不持有这些可转债，我还能持有什么？其他资产的性价比会不会更好？这里所说的“其他资产”，不仅仅包括其他可转债，也包括股票、债券、银行存款、基金、期权等金融资产；这里所说的“其他资产”甚至不仅仅包括金融资产，也包括房产、金条、煤矿等一切实物资产。这是广义的动态再平衡，也是动态再平衡的真正内涵。

不过，广义的动态再平衡，如果要展开讲，需要单独写一本书才行。我们这本书主要讨论的是最狭义层面的动态再平衡，也就是可转债与可转债之间的再平衡。

实际操作中，我有时候会等到可转债发布“提前赎回公告”后再卖出可转债，但并不是任何时候都这样做。有些时候，我会在可转债价格出现一定程度的上涨，但并未发布提前赎回公告时，就卖出该可转债，换成其他价格更便宜的。

甚至有些时候，我会在某只可转债并未上涨的情况下将它卖出，因为有其他可转债跌到了更加诱人的价格。

接下来，我会分享两个我在可转债没有发布提前赎回公告时，基于动态再平衡的逻辑卖出可转债的实战案例。

本章小结：

当你投资的上市公司发行了可转债时，假如该可转债的价格和溢价率都很低，应该将股票换成可转债。

## 第九章

# 可转债投资实例：蓝标转债

蓝标转债算是非常典型的一个可转债投资案例。蓝标转债于2016年1月上市，截至我撰写本章的2019年8月，该转债尚未到期。蓝标转债的案例，充分展示了可转债“下调转股价”带来的效果。我们先来看两张图。

图9-1是蓝色光标公司的股票从2016年1月到2019年3月的价格走势图。图9-2则是蓝色光标发行的可转债“蓝标转债”从2016年1月到2019年3月的价格走势图。

可以看到，2016年到2019年这3年时间里，蓝色光标这只股票的价格，从11.9元跌到了5.7元，而与此同时，蓝标转债的价格却从115元涨到了125元。正股与可转债出现完全相反的走势是因为在这3年期间，蓝标转债连续3次下调转股价。第一次下调到10元，第二次下调到5.29元，第三次下调到4.31元。

从图9-1我们可以看到，蓝色光标股票的价格，最低跌到3.72元，之后几个月最高涨到了6元左右。由于最后一次下调转股价之后，股票价格出现反弹，于是蓝标转债的价格，从最低的84元，涨到了最高144元。




**图9-1** 蓝色光标股票历史走势

资料来源：万得。

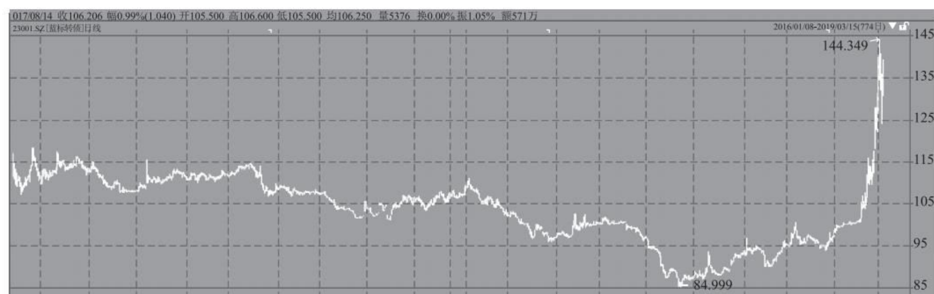



图9-2 蓝标转债历史走势图

资料来源：万得。

如果你是从2016年1月开始，以115元的价格投资蓝标转债，那么到此为止的收益并不算高，但在2016年至2019年这3年漫长的熊市中，也足以助你战胜市场中绝大多数的投资者了。

不过根据我们前面几章所讲的投资策略，价格超过100元的可转债通常并不值得购买。在这个案例中，我是在2018年5月蓝标转债价格为95元时，投资了该可转债，到2019年3月，我在132元卖掉了全部的蓝标转债。整个过程历时10个月，总收益率为39%，年化收益率为48%。

这个案例中，值得重点讨论的问题有两个。

一个是刚才所说的，由于“下调转股价”这个功能的存在，可转债完全可能出现和正股完全相反的走势，在股票下跌的过程中产生收益。

第二个要讨论的问题就是：为什么不等到“提前赎回公告”发布后再卖出可转债？主要有两个原因。

第一个原因是：当中行转债和平安转债价格达到130元时，它们所对应的正股的估值并不算高。换句话说，如果中国银行和中国平安那时没有发行可转债，我也愿意持有它们的正股，而当蓝标转债价值达到130元时，它所对应的蓝色光标正股，估值是高还是低，我无法判断。

更重要的原因是：在2014年至2015年那段时间，市场中的可转债数量很少，如果过早卖出中行转债和平安转债，那么卖出之后想找到性价比更高的选择并不容易，而在2019年，市场中存在的可转债数量相比于2014年多了几倍。当我卖掉132元的蓝标转债之后，还有很多价格低于100元或者在100元左右的可转债任我挑选。卖掉蓝标转债之后，我又买入了一只

当时价格略低于100元的可转债。截至撰写本段文字的2019年9月，这只可转债我仍在持有，出于监管要求，暂时不便说明具体是哪一只可转债。

其实卖掉蓝标转债之后具体换成哪只可转债并不是重点。我想说明的是，如果你手中的可转债涨到了130元以上，同时你又能找到其他100元以下的可转债，那么你可以选择不等“提前赎回公告”发布，就直接切换。这里需要特别强调的一点是，“买入单只可转债的金额不能超过资产的5%”这个标准绝对不能突破。任何时候，你一定要确保自己的投资组合是足够分散的！

关于可转债的再平衡，还有两点需要说明。

第一，理论上说，可转债之间的再平衡，不一定非得是将130元以上的换成100元以下的，也可以是将110元的换为105元的。但实际操作中，还是建议把尺度控制在“将130元以上的换成100元以下的”这个范围，再平衡的频率太高会增加很多交易成本，更重要的是，在频繁的交易中，投资者很容易情绪失控。

第二，动态再平衡的策略，是对“低价买入等待强赎”策略的一种优化，它不是必需的。如果再平衡的策略超出了你的能力范围，那么你直接退回到最简单、最原始的策略就好。

下一章，我们一起分享最后一个可转债的投资案例。

本章小结：

由于有下调转股价条款的存在，正股股票价格下跌对可转债来说不是纯粹的坏事。

# 第十章

# 可转债投资实例：利欧转债

利欧转债于2018年4月上市，截至我撰写本段文字的2019年8月，该可转债尚未到期。从图10-1和图10-2可以明显看出，利欧转债和蓝标转债情况相似，这也是一个下调转股价导致可转债大幅跑赢正股的案例。

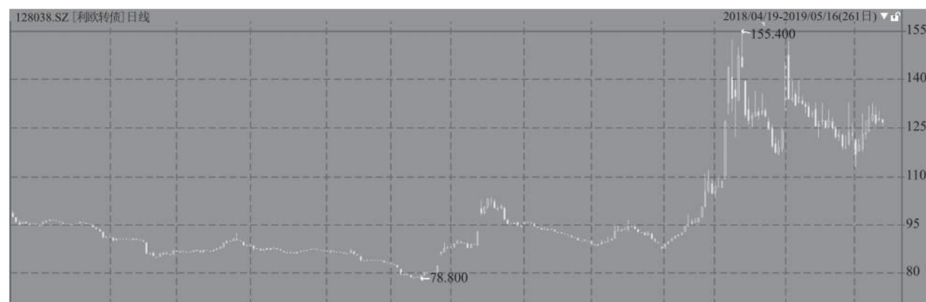



图**10-1** 利欧转债历史走势

资料来源：万得。

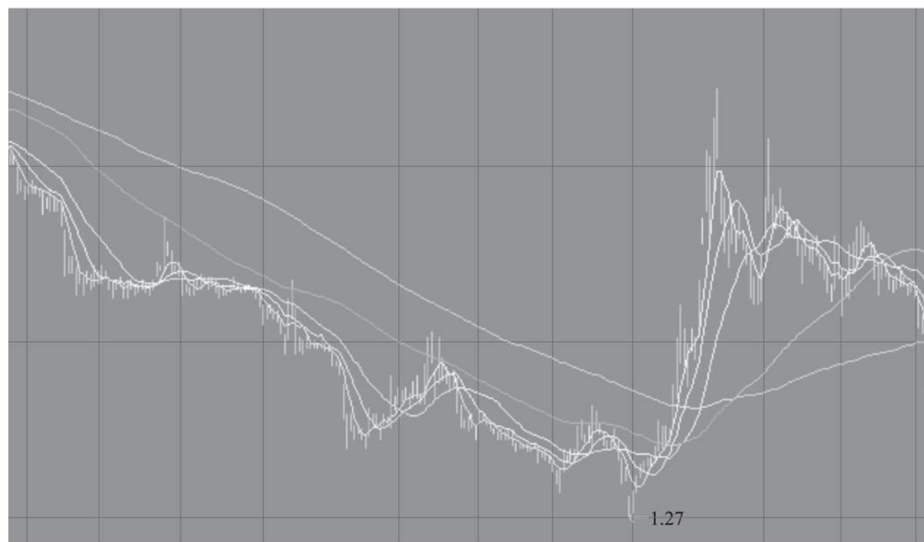



图**10-2** 利欧股份历史走势

资料来源：万得。

利欧转债于2018年4月上市，上市当天价格就跌破了100元，之后一路下跌，我在2018年6月其价格跌到87元时投资了利欧转债。之后利欧转债的价格继续下跌，最低跌到78元，成为A股历史上价格第二低的可转债[1]。

后来，到2018年11月，利欧转债启动了下调转股价的程序，将转股价从2.75元直接下调到了1.72元。下调转股价之后，正股价格继续下跌，最低跌到1.27元，之后股价出现大幅度的反弹，最高涨到2.69元，随着正股价格的上涨，利欧转债的价格也从最低的78元，一路上涨到最高的155元。仔细看这几个数字，利欧转债一开始的转股价是2.75元[2]，后来在股票的价格跌到1.27元又涨回2.69元的过程中，利欧转债涨到了155元。股票价格跌了，可转债却涨了。我在2019年3月该转债价格涨到138元时，卖出了全部的利欧转债，整个过程历时9个月，总收益率为58.6%，年化收益率为84.9%。后来我用卖出利欧转债的资金，买入了另外一只当时价格略低于100元的可转债，截至撰写本段文字的2019年9月，这只转债我仍在持有，出于监管要求，暂时不便说明具体是哪一只可转债。

利欧转债的案例中，有一个问题需要重点讨论。

前面提到，利欧转债的价格最低曾跌到78元，截至2019年8月，78元是A股历史上所有可转债中第二低的价格。当时能跌到这么低的价格，跟股票

及可转债市场的整体低迷有关，但导致如此极端的价格的，还有一个额外的原因。

当时，利欧股份计划花十几个亿，去收购微信公众号。这个投资计划引发了很多债权人的不满。有很多持有可转债的投资者，争先恐后地抛售手中的利欧转债，其价格因而暴跌。

如果你是当时利欧转债的持有人，你会怎样看待这件事？收购微信公众号，到底是不是合理的经营行为，我的态度非常明确——我不在乎！公司一些引发争议的行为，我为什么不太在意？首先是因为我的投资非常分散，我投资于单只可转债或单只股票的资金通常不会超过资产的5%。相比于“集中投资”的风格，我这种模式心态上肯定会轻松一些。这就有点儿像养娃和养鹅的区别，养娃要是出了问题，那是五雷轰顶、天崩地裂的大事，养鹅要是出了问题……那只是成本的一部分。

我不在意公司争议行为的另一个重要原因是我对“可转债”特性的理解。在可转债投资中有一个有趣的悖论。当你持有一只可转债的时候，你应该盼望发行该可转债的是一家什么样的公司？现金流是充裕更好，还是紧张更好？经营风格是激进更好，还是保守更好？答案是，不一定！

如果你投资的是纯债，那公司的现金流肯定是越充裕越好，经营风格肯定是越保守越好，因为纯债主要的收益，来自公司的“还本付息”。但对于可转债的投资者来说，这里面其实有一个悖论。公司现金流紧张、经营风格激进，当然会提高债券的违约率，但与此同时，越是缺钱的公司，下调转股价的动力也就越强。因而风格激进的公司，在提升风险的同时会有相当大的潜在补偿。就在抛出收购微信号的方案后不久，公司下调了利欧转债的转股价，下调的幅度是“一撸到底”。也就是说，公司将转股价下调到了规则所允许的极限。

需要说明的是，一家公司的经营风格究竟是激进还是保守，是一种不可量化的主观判断，因此，我说激进的经营风格会给可转债提升风险的同时带来补偿的判断，也仅仅是一种模糊的洞察。

实际操作中，你不必刻意寻找或回避某种经营风格的上市公司所发行的可转债，本章重点想要说明的是：对股票而言，估值低就是纯粹的好事，对纯债而言，公司现金流充裕就是纯粹的好事，但对于可转债而言，正股估值低、公司现金流充裕这两个因素都是偏中性的。正股估值高，意味着正股下跌空间大，同时也意味着下调转股价的空间大；公司现金流吃紧，意味着违约风险高，同时也意味着下调转股价的动力强。最终，对于可转债来说，价格低才是最核心的要素。

本章小结：

现金流紧张的公司，下调转股价的意愿更强。

---

[1] 辉丰转债最低跌到过71元。

[2] 这意味着在利欧转债发行时，它所对应的正股价格是不低于2.75元的。

# 第十一章
# 挑选可转债的4个要素

本章，我们来汇总一下挑选可转债时需要关注的4个要素。这4个要素分别是：

1. 价格；
2. 溢价率；
3. 剩余时间；
4. 下调转股价的历史。

这4个要素的重要性是依次排列的，越靠前的就越重要；并且后面3个要素加在一起，也没有第一个要素重要。下面我们分别分析这4个要素。

## 价格

前面说过，上市公司有动力促使可转债的投资者提前转股，要促使投资者提前转股，就要想办法让可转债的价格尽早涨到130元以上，所以，可转债的价格越低，投资者和上市公司的利益就越一致。挑选可转债时，尽量选择那些价格在100元以下的。

## 溢价率

在挑选可转债时，溢价率是重要性仅次于价格的一个要素。一只可转债的溢价率越低，它所对应的正股上涨时，股票的收益就能越直接、越快速地反映到这只可转债身上。为什么溢价率的重要性不如价格因素呢？因为溢价率是一个单纯的进攻性指标，溢价率低，会在市场环境好的时候让投资者赚钱更快、更多，但不会使投资者的资产变得更安全，而价格低这个要素，却同时兼顾进攻和防御的双重属性。

挑选可转债时，最好的情况就是遇到“价格低、溢价率低”的双低可转债。

但如果必须要在“价格低、溢价率高”和“价格高、溢价率低”这两种可转债之间做选择，我会毫不犹豫地选择“价格低、溢价率高”的。

由于“下调转股价”这个条款的存在，理论上“价格低、溢价率高”的可转债，可以在某天突然变成“价格低、溢价率低”的可转债[1]，但是“价格高、溢价率低”的可转债，却很难在不伤害投资者的前提下，变成“价格低、溢价率低”的可转债[2]。

## 剩余时间

挑选可转债时，第三重要的因素就是该可转债距离到期日的时间。一般来说，我们可以认为，只要是发行了可转债的上市公司，都是希望投资者将可转债转股的。但是即便如此，它们促使可转债转股的迫切程度，却是不同的。

站在上市公司的角度看：如果一只可转债还有5年才到期，那么该公司完全可以预期未来的5年内股票市场可能会出现一个牛市，如果出现牛市的话，即使不下调转股价，随着股票价格的自然上涨，可转债大概率也能自动满足“提前赎回”的条件，这样公司就既可以实现债转股的目的，又不用稀释太多的股权。万一过了两三年，牛市还是没有出现，到时候再下调转股价，也来得及。

但是对于一个还有3年就到期的可转债来说，上市公司就不太敢预期未来会出现牛市了。这种情况下，上市公司下调转股价的意愿会更加强烈一些。说到这里可能有人会问：那上市公司能不能等到距离到期日只剩3个月的时候再下调转股价呢？理论上当然可以，但这样做太冒险了。要知道，上市公司能做的仅仅是“下调转股价”而已，转股价下调之后，股票价格可能会涨，也可能会跌。如果下调之后，股票价格继续下跌，那上市公司能做的，也仅仅是“再次下调转股价”。上市公司不能直接动手去拉升股价，那样做是违法的。[3]所以，如果上市公司真的敢等到最后3个月才去下调转股价，那么它就必须做好转股不成功，最终还本付息的准备。

## 下调转股价的历史

这是一个和上面讲的“剩余时间”差不多同等重要的要素。下调转股价的历史这个指标的意思是：我们在挑选可转债时，如果发现某只可转债在它的存续期内，已经有过一次（或多次）下调转股价的经历，那么这只可转债是要加分的。

正如上文所说，我们可以默认，所有发行了可转债的上市公司都是希望看到可转债转股的，但我们无法判断上市公司渴望转股的迫切程度有多高。上文所说的“剩余时间”可以作为一个参考。同样，下调转股价的历史也是一种非常有效的参考。曾经下调转股价可以被视作上市公司的一种“表态”，这一行为告诉投资者：现在我转股的意愿就已经很强烈了，我已经开始行动了。

我们如何确认一只可转债是否在存续期内下调过转股价呢？最标准的方法是去看上交所或深交所的公告，但这一方法会比较麻烦。还有一个简便方法：https://www.jisilu.cn/。

这个网站详细列出了可转债的各项实时数据（如表11-1所示）。

**表11-1 可转债下调转股价标识**

| 代码 | 名称 | 现价（元） | 涨跌幅 | 正股名称 | 正股价（元） | 正股涨跌 | 市净率 | 转股价（元） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 113527 | 维格转债 | 96.650 | -0.08% | 锦泓集团 | 7.93 | -0.50% | 0.78 | 10.520 |
| 128062 | 亚药转债 | 96.860 | 0.51% | 亚太药业 | 10.57 | 5.07% | 2.08 | 16.250 |
| 128015 | 久其转债 | 97.655 | -0.23% | 久其软件 | 6.98 | -2.79% | 4.85 | 9.480* |
| 128012 | 辉丰转债 | 97.799 | 0.00% | 辉丰股份 | 2.84 | -1.05% | 1.39 | 7.710 |
| 113502 | 嘉澳转债 | 98.000 | -0.18% | 嘉澳环保 | 24.71 | -0.64% | 2.37 | 45.040 |
| 128065 | 雅化转债 | 98.542 | -0.23% | 雅化集团 | 6.60 | -0.30% | 2.22 | 8.960 |
| 110058 | 永鼎转债 | 98.860 | -0.15% | 永鼎股份 | 4.53 | -2.16% | 2.03 | 6.350 |
| 128018 | 时达转债 | 98.991 | -0.37% | 新时达 | 5.30 | -0.38% | 1.22 | 7.450* |
| 123011 | 德尔转债 | 99.712 | 0.11% | 德尔股份 | 27.27 | -0.73% | 1.42 | 34.660 |
| 113530 | 大丰转债 | 99.880 | 0.05% | 大丰实业 | 11.82 | 0.77% | 2.50 | 16.760 |
| 113016 | 小康转债 | 100.000 | -0.05% | 小康股份 | 13.44 | -0.67% | 2.56 | 17.120* |

来源：https://www.jisilu.cn/。

在表11-1中的“转股价”那一列，你会发现，其中有3个可转债是标注了星

号的。标注了星号，就代表它们在存续期内已经下调过转股价了[4]。

以上就是挑选可转债时可以参考的4个要素，简单归纳一下使用方法：

1. 价格不同，选价格低的；
2. 价格相似，选溢价率低的；
3. 价格和溢价率都相似，选剩余时间短的或曾经下调过转股价的。

另外，一个再怎么反复强调都不为过的事情是，分散！一个可转债无论从指标上看有多么完美，最多也只能投入资产的5%。不懂得分散投资，资产迟早会被清零。

本章小结：

挑选可转债时需要考虑的4个要素分别是价格、溢价率、剩余时间和下调转股价的历史。其中价格是最关键的因素。

---

[1] 前面讲的蓝标转债和利欧转债，就是典型的案例。

[2] 因为如果你买入“价格高、溢价率低”的可转债后，它变成了“价格低、溢价率低”的可转债，就说明你已经开始亏损了。

[3] 所以我们看到，蓝标转债只能在股票一路下跌的过程中，连续3次下调转股价。

[4] 此表只是用于举例和描述，作者并不是在推荐表中的可转债。事实上，可转债的信息是随时变化的，当读者看到此表时，其中的信息也早已过时了。

# 第十二章

# 可转债历史数据

前面的几章，我们从理论和案例的角度，讲解了可转债投资的基本原理和投资方法。本章让我们开启一个更宏大的视角，看一看A股历史上全部可转债的收益情况。

表12-1列出了A股历史上所有已退市可转债的收盘价、最高价、最低价和上市及退市的时间。作为可转债的投资者，我们绝对不能忽视这张表的价值。根据表格中的数据，我们可以知道以下事实。

**表12-1** 退市可转债一览

| 证券名称 | 收盘价（元） | 最高价（元） | 最低价（元） | 上市日 | 退市日 | 实际存续年限 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 丝绸转债 | 303.6 | 372.0 | 100.0 | 1998-8-27 | 2000-6-27 | 1.83 |
| 南化转债 | 269.7 | 300.0 | 100.0 | 1998-8-3 | 2000-10-11 | 2.19 |
| 鞍钢转债 | 117.9 | 151.6 | 95.0 | 2000-3-14 | 2001-11-27 | 1.70 |
| 钢钒转债 | 144.5 | 151.3 | 100.2 | 2003-1-22 | 2004-3-4 | 1.12 |
| 万科转债 | 145.3 | 167.9 | 94.0 | 2002-6-13 | 2004-4-20 | 1.85 |
| 机场转债 | 153.9 | 170.0 | 90.0 | 2000-2-25 | 2004-4-23 | 4.16 |
| 茂炼转债 | 121.0 | 144.9 | 98.1 | 1999-7-28 | 2004-7-27 | 5.00 |
| 阳光转债 | 102.0 | 130.5 | 96.0 | 2002-4-18 | 2005-4-5 | 2.96 |
| 侨城转债 | 158.0 | 164.0 | 101.8 | 2003-12-31 | 2005-4-22 | 1.31 |
| 金牛转债 | 114.3 | 149.5 | 102.5 | 2004-8-11 | 2005-7-1 | 0.89 |
| 丰原转债 | 145.0 | 165.0 | 101.0 | 2003-4-24 | 2005-10-14 | 2.47 |
| 铜都转债 | 113.6 | 180.0 | 101.5 | 2003-5-21 | 2005-9-30 | 2.36 |
| 民生转债 | 118.6 | 157.0 | 99.7 | 2003-2-27 | 2005-10-31 | 2.68 |
| 江淮转债 | 130.4 | 135.0 | 103.0 | 2004-4-15 | 2005-12-19 | 1.68 |
| 歌华转债 | 128.0 | 144.0 | 100.6 | 2004-5-12 | 2006-3-8 | 1.82 |
| 云化转债 | 147.2 | 169.0 | 99.2 | 2003-9-10 | 2006-3-10 | 2.50 |
| 雅戈转债 | 119.2 | 140.0 | 102.5 | 2003-4-3 | 2006-4-3 | 3.00 |
| 包钢转债 | 140.5 | 152.5 | 98.7 | 2004-11-9 | 2006-3-31 | 1.39 |
| 万科转债 | 193.0 | 195.9 | 103.0 | 2004-9-24 | 2006-4-7 | 1.54 |
| 山鹰转债 | 122.6 | 123.0 | 100.6 | 2003-6-16 | 2006-4-19 | 2.84 |
| 燕京转债 | 131.0 | 133.0 | 95.1 | 2002-10-16 | 2006-4-20 | 3.51 |

| 证券名称 | 收盘价（元） | 最高价（元） | 最低价（元） | 上市日 | 退市日 | 实际存续年限 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 复兴转债 | 138.2 | 149.8 | 98.0 | 2003-10-28 | 2006-7-11 | 2.70 |
| 南山转债 | 122.2 | 191.6 | 98.0 | 2004-10-19 | 2006-8-11 | 1.81 |
| 华西转债 | 144.0 | 169.5 | 96.2 | 2003-9-1 | 2006-8-14 | 2.95 |
| 招行转债 | 169.1 | 177.0 | 98.7 | 2004-11-10 | 2006-9-29 | 1.89 |
| 丝绸转债 | 140.5 | 151.7 | 95.0 | 2002-9-9 | 2006-9-9 | 4.00 |
| 邯钢转债 | 182.0 | 204.0 | 98.2 | 2003-11-26 | 2007-3-2 | 3.27 |
| 营港转债 | 177.0 | 186.0 | 103.6 | 2004-5-19 | 2007-3-26 | 2.85 |
| 水运转债 | 205.1 | 218.0 | 94.0 | 2002-8-12 | 2007-3-29 | 4.63 |
| 华发转债 | 285.0 | 299.0 | 107.5 | 2006-7-27 | 2007-4-3 | 0.68 |
| 柳化转债 | 176.0 | 176.7 | 106.1 | 2006-7-28 | 2007-4-3 | 0.68 |
| 首钢转债 | 215.0 | 205.0 | 95.3 | 2003-12-15 | 2007-4-6 | 3.31 |
| 国电转债 | 211.9 | 219.0 | 95.1 | 2003-7-18 | 2007-4-23 | 3.76 |
| 晨鸣转债 | 204.1 | 220.0 | 99.9 | 2004-9-15 | 2007-5-14 | 2.66 |
| 招商转债 | 290.4 | 350.0 | 117.0 | 2006-8-30 | 2007-5-25 | 0.74 |
| 华电转债 | 300.0 | 300.0 | 101.0 | 2003-6-2 | 2007-5-29 | 3.99 |
| 华菱转债 | 231.6 | 279.4 | 99.5 | 2004-7-16 | 2007-5-31 | 2.88 |
| 西钢转债 | 158.0 | 222.0 | 95.0 | 2003-8-10 | 2007-6-11 | 3.84 |
| 天药转债 | 189.7 | 240.0 | 105.1 | 2006-10-25 | 2007-6-22 | 0.66 |
| 上电转债 | 226.6 | 278.0 | 113.1 | 2006-12-1 | 2007-8-15 | 0.71 |
| 创业转债 | 288.3 | 328.0 | 97.5 | 2004-6-30 | 2007-8-28 | 3.16 |
| 韶钢转债 | 272.2 | 350.0 | 130.0 | 2007-2-5 | 2007-10-9 | 0.68 |

| 证券名称 | 收盘价（元） | 最高价（元） | 最低价（元） | 上市日 | 退市日 | 实际存续年限 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 凯诺转债 | 201.9 | 295.0 | 106.7 | 2006-8-15 | 2007-10-16 | 1.17 |
| 海化转债 | 366.0 | 460.0 | 99.9 | 2004-9-7 | 2008-2-14 | 3.44 |
| 中海转债 | 110.0 | 214.1 | 103.5 | 2007-7-2 | 2008-3-27 | 0.74 |
| 桂冠转债 | 128.5 | 310.0 | 100.0 | 2003-6-25 | 2008-3-27 | 4.76 |
| 金鹰转债 | 146.5 | 223.7 | 106.9 | 2006-11-20 | 2009-5-12 | 2.48 |
| 海马转债 | 160.4 | 163.3 | 105.0 | 2008-1-16 | 2009-6-1 | 1.38 |
| 赤化转债 | 135.2 | 168.0 | 104.7 | 2007-10-10 | 2009-5-25 | 1.63 |
| 五洲转债 | 144.4 | 155.0 | 103.0 | 2008-2-29 | 2009-7-2 | 1.34 |
| 柳工转债 | 151.5 | 175.0 | 104.5 | 2008-4-18 | 2009-5-25 | 1.10 |
| 巨轮转债 | 150.5 | 228.8 | 105.0 | 2007-1-19 | 2009-8-28 | 2.61 |
| 南山转债 | 137.0 | 199.0 | 82.7 | 2008-4-18 | 2009-9-18 | 1.42 |
| 恒源转债 | 262.0 | 335.0 | 106.6 | 2007-9-24 | 2009-12-21 | 2.24 |
| 山鹰转债 | 152.7 | 185.5 | 100.3 | 2007-8-31 | 2010-2-5 | 2.43 |
| 大荒转债 | 139.0 | 204.0 | 105.9 | 2007-12-19 | 2010-3-8 | 2.22 |
| 龙盛转债 | 129.1 | 160.1 | 118.2 | 2009-9-14 | 2010-5-6 | 0.64 |
| 安泰转债 | 156.0 | 170.0 | 129.1 | 2009-9-16 | 2010-6-10 | 0.73 |
| 澄星转债 | 104.6 | 154.5 | 102.3 | 2007-5-25 | 2012-5-9 | 4.96 |
| 锡业转债 | 141.0 | 351.2 | 101.4 | 2007-5-29 | 2010-12-10 | 3.53 |
| 唐钢转债 | 109.7 | 162.7 | 100.2 | 2007-12-28 | 2012-12-11 | 4.95 |
| 厦工转债 | 139.4 | 154.3 | 121.5 | 2009-9-11 | 2010-9-28 | 1.05 |
| 西洋转债 | 129.9 | 157.4 | 122.7 | 2009-9-21 | 2010-5-18 | 0.66 |

| 证券名称 | 收盘价（元） | 最高价（元） | 最低价（元） | 上市日 | 退市日 | 实际存续年限 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 博汇转债 | 106.6 | 139.3 | 95.8 | 2009-10-16 | 2014-9-22 | 4.93 |
| 王府转债 | 132.1 | 147.1 | 123.3 | 2009-10-30 | 2010-11-4 | 1.01 |
| 双良转债 | 92.1 | 133.7 | 92.1 | 2010-5-13 | 2015-4-29 | 4.96 |
| 中行转债 | 144.6 | 187.7 | 89.2 | 2010-6-2 | 2015-3-5 | 4.76 |
| 美丰转债 | 162.1 | 182.0 | 102.4 | 2010-6-2 | 2013-4-23 | 2.89 |
| 铜陵转债 | 182.6 | 214.8 | 127.7 | 2010-8-5 | 2011-3-31 | 0.66 |
| 塔牌转债 | 133.4 | 167.8 | 132.2 | 2010-9-15 | 2011-6-8 | 0.73 |
| 工行转债 | 131.7 | 157.4 | 97.3 | 2010-9-10 | 2015-2-13 | 4.43 |
| 燕京转债 | 149.1 | 167.2 | 99.7 | 2010-11-3 | 2015-6-12 | 4.61 |
| 歌华转债 | 204.3 | 223.1 | 86.5 | 2010-12-10 | 2015-4-29 | 4.39 |
| 海运转债 | 205.9 | 235.1 | 90.9 | 2011-1-20 | 2015-5-12 | 4.31 |
| 国投转债 | 128.1 | 142.0 | 91.1 | 2011-2-15 | 2013-7-8 | 2.40 |
| 中鼎转债 | 141.2 | 142.1 | 102.1 | 2011-3-1 | 2014-8-8 | 3.44 |
| 石化转债 | 115.0 | 150.6 | 86.1 | 2011-3-7 | 2015-2-12 | 3.93 |
| 川投转债 | 158.5 | 158.5 | 87.4 | 2011-3-31 | 2014-9-3 | 3.43 |
| 深机转债 | 219.9 | 227.8 | 90.8 | 2011-8-10 | 2015-6-5 | 3.82 |
| 中海转债 | 114.3 | 162.3 | 88.3 | 2011-8-12 | 2015-2-10 | 3.49 |
| 国电转债 | 168.6 | 211.3 | 96.7 | 2011-9-2 | 2015-2-27 | 3.49 |
| 恒丰转债 | 172.9 | 181.5 | 93.5 | 2012-4-12 | 2015-4-27 | 3.04 |
| 重工转债 | 132.1 | 144.1 | 99.3 | 2012-6-18 | 2014-12-1 | 2.45 |
| 南山转债 | 151.0 | 157.2 | 88.9 | 2012-10-31 | 2015-3-11 | 2.36 |

| 证券名称 | 收盘价（元） | 最高价（元） | 最低价（元） | 上市日 | 退市日 | 实际存续年限 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 同仁转债 | 131.2 | 165.0 | 110.0 | 2012-10-31 | 2015-3-3 | 2.34 |
| 海直转债 | 166.2 | 170.7 | 108.4 | 2013-1-7 | 2014-9-29 | 1.73 |
| 泰尔转债 | 133.3 | 147.4 | 97.1 | 2013-1-28 | 2014-11-20 | 1.81 |
| 民生转债 | 119.5 | 145.9 | 87.8 | 2013-3-29 | 2015-6-25 | 2.24 |
| 东华转债 | 340.3 | 347.4 | 122.8 | 2013-8-19 | 2015-6-1 | 1.78 |
| 华天转债 | 153.8 | 153.8 | 107.0 | 2013-8-28 | 2014-12-5 | 1.27 |
| 隧道转债 | 152.8 | 154.8 | 90.0 | 2013-9-30 | 2014-12-12 | 1.20 |
| 徐工转债 | 135.8 | 184.8 | 85.6 | 2013-11-15 | 2015-2-13 | 1.24 |
| 平安转债 | 167.4 | 183.9 | 98.7 | 2013-12-9 | 2015-1-12 | 1.09 |
| 深燃转债 | 142.6 | 155.5 | 94.3 | 2013-12-27 | 2015-5-4 | 1.35 |
| 久立转债 | 142.6 | 159.6 | 102.6 | 2014-3-14 | 2014-12-31 | 0.80 |
| 齐翔转债 | 163.3 | 176.6 | 102.8 | 2014-5-13 | 2015-6-12 | 1.08 |
| 国金转债 | 194.7 | 234.8 | 107.5 | 2014-6-3 | 2014-12-30 | 0.58 |
| 长青转债 | 145.5 | 154.8 | 105.3 | 2014-7-9 | 2015-4-23 | 0.79 |
| 东方转债 | 159.3 | 202.3 | 106.3 | 2014-7-9 | 2015-2-17 | 0.61 |
| 冠城转债 | 176.6 | 180.1 | 114.1 | 2014-8-1 | 2015-4-24 | 0.73 |
| 通鼎转债 | 354.3 | 618.4 | 116.9 | 2014-9-5 | 2015-7-14 | 0.86 |
| 吉视转债 | 99.8 | 193.8 | 99.8 | 2014-9-25 | 2015-7-14 | 0.80 |
| 齐峰转债 | 200.2 | 207.6 | 119.7 | 2014-10-10 | 2015-6-15 | 0.68 |
| 洛钼转债 | 130.2 | 222.8 | 103.9 | 2014-12-16 | 2015-7-10 | 0.57 |
| 浙能转债 | 165.2 | 167.0 | 107.4 | 2014-10-28 | 2015-5-27 | 0.58 |

| 证券名称 | 收盘价（元） | 最高价（元） | 最低价（元） | 上市日 | 退市日 | 实际存续年限 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 深机转债 | 221.1 | 239.0 | 91.0 | 2011-8-10 | 2015-6-5 | 3.82 |
| 燕京转债 | 149.9 | 177.0 | 99.2 | 2010-11-3 | 2015-6-15 | 4.62 |
| 齐翔转债 | 163.5 | 180.0 | 102.3 | 2014-5-13 | 2015-6-15 | 1.09 |
| 齐峰转债 | 200.6 | 219.0 | 117.0 | 2014-10-10 | 2015-6-16 | 0.68 |
| 民生转债 | 119.6 | 149.6 | 87.4 | 2013-3-29 | 2015-7-1 | 2.26 |
| 吉视转债 | 100.2 | 199.0 | 100.2 | 2014-9-25 | 2015-7-15 | 0.81 |
| 洛钼转债 | 130.6 | 237.0 | 104.0 | 2014-12-16 | 2015-7-16 | 0.58 |
| 通鼎转债 | 223.4 | 666.0 | 116.2 | 2014-9-5 | 2015-7-20 | 0.88 |
| 白云转债 | 138.4 | 139.6 | 116.4 | 2016-3-15 | 2017-6-13 | 1.24 |
| 歌尔转债 | 146.1 | 245.0 | 115.3 | 2014-12-26 | 2017-7-10 | 2.54 |
| 汽模转债 | 121.5 | 150.0 | 110.6 | 2016-3-24 | 2017-8-17 | 1.40 |
| 宝信转债 | 141.4 | 166.8 | 96.0 | 2017-12-5 | 2018-7-13 | 0.61 |
| 万信转债 | 145.8 | 182.5 | 100.0 | 2018-1-30 | 2018-8-29 | 0.58 |
| 江南转债 | 100.6 | 132.8 | 95.0 | 2016-4-5 | 2019-2-20 | 2.88 |
| 三一转债 | 176.1 | 186.0 | 103.8 | 2016-1-18 | 2019-3-26 | 3.19 |
| 景旺转债 | 120.2 | 140.9 | 102.0 | 2018-7-24 | 2019-4-30 | 0.77 |
| 鼎信转债 | 128.2 | 148.5 | 86.9 | 2018-5-14 | 2019-5-8 | 0.98 |
| 康泰转债 | 168.7 | 220.0 | 111.0 | 2018-3-19 | 2019-5-15 | 1.16 |
| 东财转债 | 138.6 | 201.0 | 109.0 | 2018-1-29 | 2019-5-21 | 1.31 |
| 常熟转债 | 131.6 | 151.9 | 94.5 | 2018-2-6 | 2019-5-23 | 1.30 |
| 安井转债 | 141.3 | 158.0 | 103.3 | 2018-7-31 | 2019-7-5 | 0.93 |

| 证券名称 | 收盘 | 最高 | 最低 | 上市日 | 退市日 | 实际存续年限 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 生益转债 | 167.6 | 182.4 | 96.0 | 2017-12-11 | 2019-8-1 | 1.64 |
| 宁行转债 | 125.7 | 138.5 | 100.8 | 2018-1-12 | 2019-8-30 | 1.63 |
| 隆基转债 | 154.2 | 158.2 | 88.0 | 2017-11-20 | 2019-9-4 | 1.79 |
| 均值 | 164.2 | 202.1 | 102.7 | — | — | 2.16 |

数据来源：万得。

1. 历史上绝大多数可转债的收盘价都超过了130元，平均收盘价为164.2元。这说明，如果以面值左右的价格买入可转债，然后持有到期，多数情况下都能获得不菲的利润。

2. 历史上可转债最高价的平均值为202.1元。这说明，如果以面值左右的价格买入可转债，在某些情况下可以获得极高的利润。

3. 历史上可转债最低价的平均值为102.7元，平均最低价102.7元也就意味着，有些可转债的最低价高于102.7元，而有些可转债的最低价低于102.7元。这说明，想要以接近面值，甚至低于面值的价格买入可转债是件很容易实现的事。

4. 历史上可转债的平均存续时间为2.16年。这说明，如果以面值左右的价格买入可转债，多数情况下不需要等太久就能实现赢利。

历史不能代表未来，但历史能够帮助我们更好地面对未来。理解了表12-1中的数据，我们就更加清楚应该在什么时候买入可转债，以及在买入可转债之后，大概率会经历些什么。

本章小结：

可转债的内容到这里就全部讲完了。最后，我们再来回顾一下可转债投资的3个核心原则。

第一，在可转债价格低于面值100元时，分散买入可转债，买入每只可转债的金额不能超过你总投资金额的5%；

第二，在可转债发出“提前赎回公告”后，立刻卖出可转债；

第三，资金期限要和可转债的剩余时间相匹配，如果可转债还有2年到期，可以用2年内不用的资金买入，如果可转债还有5年到期，就用5年内不用的资金买入。

下一章，我们来谈一个相对轻松的话题：短期资金的管理。

# 第十三章
# 短期资金的管理

在这一章中，我们要谈一谈怎样进行短期资金管理。

先做一个简单粗暴的划分，我在处理自己的资金时，通常把3年之内可能会花的钱看作短期资金；把3年之内绝对不会花的钱看作长期资金。至于为什么以3年为分界点，其实并没有什么特别的理由。时间是连续的，长期和短期之间不可能真的存在一道鸿沟，但在实际生活中，我们又必须储备一部分资金，用以应付当下的生活开支。所以，3年是一个强行划分出来的时间，你想设定为5年也可以。但是无论如何，对长期资金的定义最好不要短于3年，因为长期投资所需要的时间往往比你以为的要长。

在之前的很多章，我们讲的都是关于长期资金管理的内容。但短期资金的管理用一章就能说完。因为管理短期资金的难度要比管理长期资金小很多。长期资金可投资的范围很广，你几乎可以用长期资金去做任何事，在众多选择中，找到性价比最高的几种是很困难的。但是在管理短期资金的时候，你其实没有太多选择。

短期资金，你只能投到那些流动性好，风险可控的东西上，所以大体来说，短期资金只有两个方向可去：货币类和债券类。其实货币类和债券类这种说法，是不太严谨的，这只是市场里一种通用的说法。你可以简单地理解为，货币类是几乎没有风险的，债券类有一定的风险。

货币基金、银行存款、短期国债，这些都属于货币类的资产，它们的特征是收益极低，几乎没有风险。这里顺便提一下，很多人第一次听到“货币基金”的名字时会有个误解，以为这是个炒外汇的基金。其实货币基金主要的投资对象是国债、央行票据、银行定期存单、政府短期债券这些几乎没有风险的东西。

说完货币类，咱们说债券类。企业债、债券基金这些资产便属于债券类。它们的特征是能够提供中等收益，但有一定的风险。下面我分别讲一下这两类投资应该使用什么工具。

货币类里面我最喜欢的工具是货币基金。和银行存款、短期国债之类的工具相比，货币基金用起来更方便一些。货币基金每年的收益通常会比一年期的定期存款高一点点，同时它的流动性极好，随时可以取用，不用像定

期存款那样锁死一年。这里要顺便说一下，截至目前，我们中国的货币基金没有出过任何问题，不过在2008年金融危机最严重的时候，有一只美国的货币基金下跌了4%，不过那时候美国很多银行也倒闭了，存款也不是绝对安全的。

现在市场上的货币基金有很多很多，它们提供的收益率都差不多。我买货币基金的时候，一般习惯买“场内交易型”的货币基金，“场内交易型”的意思是能用证券账户直接买卖。我选择这种场内基金，主要是因为它交易起来最方便。交易时间内随时可以买入和卖出，需要用钱的话，卖出之后下一个交易日就能取现。买货币基金时，我一般会分散买入规模最大的3个。

在绝大多数证券公司，买卖货币基金的手续费为0，但也有个别券商是收费的，在做交易之前，要先跟你所在的券商确认一下。你可能会问：既然货币基金是很安全的，你为什么还要分散买3只呢？作为一个投资者，分散投资应该是你深入血液和骨髓中的习惯。同样，你也不应该把所有的钱存入同一家银行，不该把所有的房子买在同一个城区，你甚至不应该把所有的孩子送进同一所学校。请记住，在你认为足够安全的东西上分散投资——因为你永远不知道你不知道什么！

一年之内要用的短期资金，我建议全部放到货币类。超过一年但短于三年的资金，可以放到货币类，也可以考虑放在债券类。债券类的品类其实也很丰富，但这里我只推荐一种——债券基金。如果你不是一名职业投资者，我不建议你直接去购买债券。当然可转债除外。

债券基金分为，纯债型债券基金和混合型债券基金。我建议你只买纯债型。因为混合型债券基金中的一小部分资金会用于购买股票，这会提升风险，放大波动。

过去十几年，国内债券基金的收益率平均是每年6%左右，但我们要清楚，这6%是个平均数，并不代表每年都能赚6%。债券基金并不是一个稳赚不赔的品种，不过它的波动比股票要小得多。中国的企业债指数，在过去16年中最大的3次跌幅，分别是12%、8%和6%。如果你的短期资金不能承受这种程度的波动，那最好只买货币基金，不要投资债券类的资产。

如果你决定投资债券基金的话，我接下来说的这个知识点非常重要，你必须得知道！跟货币基金和指数基金相比，债券基金更需要分散投资，因为债券基金是有杠杆的。也就是说，债券基金可以借钱投资！如果遇到极端情况，债券基金是有可能爆仓的。当然，内地市场历史上还没有发生过这种事，不过债券基金可以借钱投资这个特征，是绝对需要警惕的。实际操作中，我买入任何一只债券基金的金额，不会超过短期资金的10%。换句

话说，我要么不买债券基金，要买就至少买10只。

下面我要来说明怎样挑选债券基金。目前内地市场有上千只债券基金，我们不可能一只一只去看。你可以使用“晨星公司”的“基金筛选器”来进行筛选。晨星公司是一家权威的基金评级机构。基金筛选器的网站和图片详见图13-1。筛选的过程非常简单，只有三个条件。第一，选择纯债基金。第二，选择基金规模大于5亿的。第三，选择过去3年评级为四星或五星的基金。然后点击查询按钮，就可以看到筛选结果了。最后直接从筛选结果中平均申购排名前十的债券基金就可以了。

**图13-1** 基金筛选器

资料来源：http://cn.morningstar.com/fundselect/default.aspx。

还有一点需要注意，投资债券基金的时候，不要频繁地申购、赎回，每次投资债券基金，时间长度最好在一年以上。因为债券基金在赎回的时候，它的“赎回费”是比较高的，最高可以达到1.5%，你持有的时间越长，赎回费就越低。超过一年的话，有很多基金就不收赎回费了。

关于短期资金的管理工具，我们就讲到这里，其实除了货币基金和债券基金之外，短期资金的管理工具还有很多，你都可以不用学。是的，你没看错，你都可以不用学！短期资金的管理是个没有什么创造性的工作，不管你怎么努力，也很难获得高收益。话说回来，在短期资金的管理上，你所

能犯的最大的错误，就是追求高收益！短期资金，说到底就是为了覆盖你未来几年的生活开支，具体每年赚3%还是6%，并没有特别大的区别。但是如果你一不小心把它弄没了，那就需要拿长期资金去补，那就会动摇你整个投资计划。所以在短期资金管理这一章，如果只让我说一句话，那就是：短期资金不要追求高收益！

本章小结：

第一，一年以内的资金，买货币基金；一年以上三年以下的资金，可以买货币基金，也可以买债券基金。

第二，无论买货币基金还是债券基金，都应该分散投资。

第三，短期理财不要追求高收益。

# 第十四章

# 投资可以加杠杆吗？

在本章中，我要跟你讨论一个致命的问题，投资可以加杠杆吗？加杠杆，就是借钱投资的意思。

每当市场上出现一些投资机会的时候，总会有人跑来问我，是不是可以加一点杠杆呢，因为这样能赚得快一些。

在很多人心中，只有年轻时有钱才是真正的人生赢家，仅仅赚钱是不够的，还要更多更早地赚钱！

在这里，我不太想讨论“在年轻时富有”是不是特别重要的问题，因为重点不在这儿。巴菲特从不强调“更多更早的金钱”，他只是不厌其烦地告诉我们“一个人一生，只需要富一次”，有两种人能明白这句话包含着多么深刻的智慧，一种是真正懂投资的人，还有一种，是破过产的人。举债投资真正的问题是——你以为你是在跟魔鬼做交易，其实这只是献祭。

举债投资，成功率是非常低的，至少绝对比大多数想要“毕其功于一役”的年轻人想象的要低。我做投资十多年了，一直在使用杠杆而且没出问题的人，我一个也没见过。我身边使用杠杆的人，大部分的结局都是巨亏——翻不了身的那种巨亏。还有少数几个没事的，是用了一下就停了，可别误会，他们不是用杠杆赚了大钱然后收手了，杠杆没帮他们赚什么钱，只是让他们吓破了胆，所以他们不敢玩了。有时候我觉得，胆小真的是一种巨大的生存优势，由于恐惧战胜了贪婪，所以他们在市场中存活至今。

年轻人乱用杠杆，大概率的结果就是一次又一次地被清零，不是发不了财那么简单，长此以往，就连最基本的原始积累都完不成。追求年轻的时候富，结果老了也富不了。

说到这儿你可能会问，如果我买的不是股票，而是可转债，那我可不可以加杠杆？答案很简单，绝对不能！可转债的安全，在于持有到期后可以还本付息，但持有的过程中，价格也是波动的。举债投资的问题在于，它会把局部的、暂时性的损失，放大成全局的、永久性的损失。换句话说，如果你不借钱，只有债券违约才能伤害你，加了杠杆的话，只要一个波动，就能清空你。这是本书主干部分的最后一章，我不想用复杂的数学模型折磨你。如果你相信我的话，那么我不敢做的事，希望你也不要去做。

另一方面，就算一时运气好，用杠杆投资真的赚了很多钱，这件事也没有想象中那么美好。

我做投资十多年，算是经历过几次跨等级的财富增长。在这个过程中，我明白了一件事——富有是一种幻觉，这种幻觉最多维持几个月，然后你就适应了，再然后，你就会重新觉得，我实在是太穷了。后来呢，接触到一些生物学的知识我才明白，“匮乏感”这种情绪，不是钱多钱少决定的，而是“年轻”决定的。我们年轻人，尤其是年轻男性，会分泌特别多的睾酮素，在这种激素的刺激下，人会更加渴望交配和战斗，也更在乎自己社会排名的提升。注意，睾酮素让人关注的是“排名的提升”，而不是绝对位置的高低。所以更多更早的金钱，并不会让我们的匮乏感降低，要降低匮乏感，也许只有等自己慢慢变老。

内分泌周期决定了，年轻人，尤其是年轻的男性，天然就有“作死”的倾向。要解决这个问题，唯一的办法，就是获取“更完备、更充足的知识”。了解人的内分泌周期，我们就会明白，有些年轻时的冲动，真的只是“一时冲动”而已。作为一名同样年轻的男性，我并不认为自己拥有什么逆天的自控能力。我能够长年做到“低估分散、不加杠杆”，只是因为我太深刻地知道，实在没有更好的办法了。

那些因乱用杠杆而破产的人，大多也是因为错误地估计了成功率，有了虚假的“希望”才这么干的。如果有了更充足的知识，很多悲剧其实可以避免。

最后再谈一个问题，你可能会问：你说不能加杠杆买股票，那为什么大部分公司都是有负债的呢？我的答案是：1. 能控制；2. 寿命短。

先谈第一点，能控制。公司借来一笔钱之后，它对于使用这笔钱的每一个环节，从采购到生产再到销售，都有一定的掌控力（也只是很有限的掌控力），而证券投资则不同，购买股票之后，对于它的波动，我们是完全无法掌控的。如果能，你就犯法了。另一方面，如果上市公司本身是有负债的，而你又借钱去买上市公司的股票，那相当于杠杆之上再加杠杆，两者的危险程度更加不可同日而语。

接下来谈第二点，寿命短。的确有大量公司存在负债经营的现象，但你也同样应该看到，公司的寿命是很短的。一个自然人从出生到死亡，90年时间内，个人资产从来没有变成过负值，这是很正常的事情，也没有人会为此感到骄傲，而公司，能活90年的实在是凤毛麟角。我并不认为公司负债经营有什么不对，只是我们要知道，公司负债多，寿命短，这是一个事物的一体两面。如果你喜欢波澜不惊的生活，请不要举债投资。

本章小结：

只有一句话，不要举债投资。

# 第十五章
# 全书小结

本章我们一起来总结一下之前每一章的要点。

在第一章中，你知道了3件很重要的事。

第一，在投资中，收益和风险并不总是对称的。有的时候，你只要付出很小的代价，就能获得很大的回报。有的时候则刚好相反。

第二，建立以可转债为核心的资产包，是一个性价比非常高的投资策略。

第三，掌握丰富的投资工具，是一个合格投资者必备的素质。长期来看，狩猎范围甚至比狩猎技巧更加重要。

在接下来的第二章中，我们反复使用金铺的案例，阐明了股票投资的基本原理。证券市场永远不会与真实世界脱离，它只是真实世界的放大和延伸。格雷厄姆之所以在投资界拥有教父级别的地位，并不在于他开发了什么神奇的策略，而是在于，他率先拥有了将证券市场和现实世界打通的洞见。经过他的启发，证券投资终于从玄学变成了科学。同时，在这一章中，我们说明了怎样用“市盈率”“市净率”这两个指标，来衡量股市整体估值的高低。股市整体的市净率小于等于1倍，就意味着系统性机会；相反，当股市整体的市净率大于等于2倍就意味着系统性风险。

在第三章的开篇，我们首先强调了分散投资的重要性。分散投资实在是太重要了，所以在这里，我要再啰唆一次。在投资中，“低估”和“分散”是支撑你整个资产组合的两根擎天大柱，少了任何一根，都会带来灭顶之灾。这不是夸张的修辞方法，我是很认真地在跟你谈论这件事。如果你在现实中见过我本人的话，你会发现我是一个很温和的人，但是只要一谈到“低估、分散”这个问题，我会立刻变得非常严肃。因为我真的见过太多的人，由于守不住这两条底线，丢失了自己积累了半生的财富。所以请记住，如果你集中买入低估值的资产，那么你一辈子只要遇到一次失败，就会把之前的积累全部清零；如果你分散买入高估值的资产，那么你的资产一定会慢慢地缩水，终有一天变得所剩无几。“低估”和“分散”，不光是你攫取财富的手段，同时，它们也是确保你在这个市场长期存活的生命线！

做完了歇斯底里的风险提示之后，我们继续复习第三章的知识点。除了了

解到分散投资的重要性，我们还详细讲述了怎样使用专业的选股工具，通过几个简单的步骤筛选出一个优质的投资组合。同时，你也知道了坚持不懈地申购新股，能够带来一些额外的投资收益。

在接下来的第四章中，我们说明了怎样使用指数基金这个方便、实用的投资工具。在这一章中，你知道了怎样通过“市净率”这个指标来判断指数基金的估值，还知道了指数基金相对于股票的两个缺点和两个优点。

两个缺点是：第一，指数基金会收管理费；第二，我们可以判断一个指数基金整体是低估的，但它的投资组合里总会有那么几只未被低估的股票，难免美中不足。

两个优点是：第一，指数基金在筛选和买卖的时候都比股票更方便。第二，在买指数基金的时候，你更容易守纪律，心态会更好。

在这一章中，我还给你介绍了一些非常有代表性的指数基金，比如沪深300指数、上证50指数；还有一些A股市场以外的指数基金，比如恒生指数、标普500。在A股市场还能买到中国香港市场和美国市场的指数基金，这是一个很容易被忽视，但是非常重要的知识点。就像我们开篇所说的，狩猎范围比狩猎技巧更加重要。如果你能在3个市场中做选择，一定会比长期死守一个市场收获更多利润。

第五章到第十一章，是整本书最重要的部分。我们用了整整7章的篇幅，详细阐述了如何使用“可转债”这个稳中取胜的投资工具。我们先来复习一下这其中最重要的“可转债投资三原则”。

第一，在可转债价格低于面值**100**元时，分散买入可转债；买入每只可转债的金额，不能超过你总投资金额的**5%**。

第二，在可转债发出“提前赎回公告”后，立刻卖出可转债。

第三，投资可转债的资金期限要和可转债的剩余时间相匹配，如果可转债还有**2**年到期，你可以用**2**年内不用的资金买入，如果可转债还有**5**年到期，你就用**5**年内不用的资金买入。

可转债，很可能是你在整个投资生涯中所能遇到的最好的投资工具了，所以我希望你尽可能把它理解得更深入，更透彻一点。下面我来带你回顾一下可转债的3个最主要的优点。

第一，作为可转债的持有人，你可以决定在股票上涨之后转股，也可以决定在股票下跌之后不转股，于是可转债就有了“下有保底，上不封顶”的特

性。

第二，发行可转债的公司，可以在股票下跌之后通过“下调转股价”来维护可转债持有人的利益。下调转股价条款的存在，导致你在投资可转债的时候，可能会遇到这样一种神奇的结果：股票的价格从5元跌到2元，然后又涨到4元，这个过程中可转债的价格却有可能从100元涨到200元，最终，股票跌了20%，可转债却涨了100%。

第三，从利益结构上看，上市公司实际控制人的利益和可转债持有人的利益是高度一致的。上市公司有非常大的动力让可转债的价格超过130元。

最后再强调一遍，买可转债的时候，千万不要忘记分散投资！

在第十三章中，我们介绍了“货币基金”和“债券基金”这两种投资工具。货币基金和债券基金这两种工具，适合用来做“中短期”资金的管理。货币基金几乎没有风险，每年的收益略高于1年期定期存款。债券基金历史上的平均年收益率大约是6%，但是债券基金有一定的风险，不能保证每年都赚钱。同时，你还学会了怎样使用晨星公司的基金筛选器来筛选出一批优质的债券基金。

这两种工具学起来并没有什么难度。在这一章中，我想告诉你的最重要的一个知识点，其实就是一句话——短期资金不要追求高收益。帮助你实现财务自由的，应该是你的长期资金。短期资金，就是为了让你安稳、舒适地度过未来一段时间的生活，至于这笔资金每年给你带来的收益是3%还是6%，其实根本不重要。一笔钱它既然是短期资金，那就不太可能是一笔巨大的资金，拿这样一笔钱去投资，即使赚了钱也改变不了命运。我见过很多人，他们拿手中的短期资金乱投资，结果把自己的生活搞得一团糟，实在是得不偿失。

在第十四章中，我们讨论了投资可不可以加杠杆的问题。举债投资的危害在于，它会把局部的、暂时性的损失，放大成整体的、永久性的损失。我一直说做投资要寻找“收益和风险的不对称”，本意是说要找到收益大、风险小的事情。举债投资也是一种不对称的行为，但它绝对不是你想要的那种不对称。所以结论很简单：永远不要举债投资。本书前13章的内容，都是教你怎样赚钱的，但第十四章的内容，是单纯地教你怎样才能不破产。所以其实第十四章的内容，才是所有章节中最不应忘记的内容。因为一万次的成功，也抵消不了一次的归零。我相信你终将富有，更希望你一生只富一次。

至此，本书的主体内容已经完结。

如果你还想学习更多的投资知识，可以关注我的微信订阅号："微光破晓投资笔记"，投资路漫漫，我可以陪你多走一段。

# 附录·问答

附录部分收集了一些作者与订阅号读者的问答。大部分涉及投资的内容，也有一些生活中的随感。

问：可转债的存续期平均是2.16年，基于资金的时间价值，相当于按照历史数据现在买入可转债后要白白等上两年。为什么不在1.5~2年之后再买入？

答：不是这样算的。平均存续期2.16年，意思是有些可转债只存续了9个月，有的存续了5年，最后平均起来是2.16年。我们不可能知道哪些可转债会在下个月就实现转股。

问：请问微光老师，作为一个工作没多久，家庭条件尚可的年轻人，您觉得提高财商的最好路子是什么？

答：1.本金小的时候，最适合积累经验。在钱少的时候趁早进入市场，把能犯的错误都犯一遍，不要等到钱多的时候再犯错。

2.初入市场的话，可转债是个不错的起步工具。

3.最最重要的一点，多关心你的家人，防止他们被骗，不要让他们去买乱七八糟的理财产品和保健品，否则你就不再是“家境尚可”的年轻人了。

问：请问破晓老师，在您的实际操作中，个股的最低仓位与最高仓位各是多少？为什么？谢谢！

答：单行业不超过20%，个股最高不超过5%，最低没有限制。如果不能找到大量低估的股票，这个市场就不值得投资。如果能找到大量低估的股票，为什么不多买一些分散风险呢？

问：请问破晓老师，如何给小学六年级孩子讲零花钱怎么使用与理财知识？谢谢！

答：给他一笔钱，告诉他：“这笔钱不能花，只能拿去投资。投资所得的收益是你的零用钱，你想买什么都可以。”

问：请问老师如何规避港股那些超低市净率的垃圾股？

答：1.市净率超低的不一定是垃圾股。截至2019年8月，有很多在香港上市的央企蓝筹股的市净率只有0.5倍左右。

2.只要投资时间够长，一定会买到破产公司的股票，这无法规避，只能化解。化解的最好方法，就是分散。

3.如果想进一步降低波动，那么只选净资产超过100亿的公司，它们破产的概率会小很多。整体来说，越大的公司存活能力越强。

问：请问奥特曼，中国的B股是不是烂在那儿了，还有出头之日吗？

答：B股这样不是很好吗，它的节奏跟A股、港股都不完全同步，有时候这个市场低估，有时候那个市场低估，我们根据估值在不同市场间切换，可以平白多赚很多钱呀。你说的出头，是指什么？如果是指估值波动的话，B股的波动从来不小，只是估值中枢比较低。如果是指回归A股的话，千万不要回归，千万不要回归呀！我就希望有一个没什么人关注的市场，一直静静地存在着。

问：老师在配置资产的时候，不考虑房产吗？考虑到极端情况，是不是分一点到房产会更加安全？如果市中心有个公寓，收房租有5%的收益，你会考虑买吗？

答： 1. 我在配置资产时，会考虑所有资产。我对房产没有偏爱，也没有歧视。我对任何类型的资产，都没有偏爱，也没有歧视。只看性价比是否够高。

2. 我并不认为房子是一种很安全的资产。一套市中心的房和一个低估的指数基金相比，前者的风险要大无数倍。

3. 市中心房租收益5%的公寓，只给我这一个条件，我不能确定会不会买。要考虑的因素很多，最重要的一条是，我如果不买这个，还能买什么？我永远会关注是否有更好的投资机会。关于房产多说一句，最近10年，房产的交易税费越来越高，如果股票的交易税费提高对投资者是不利的，那么房产也是同样的道理。投资房产时，不要忽略这个因素。

问：我曾经用正回购加杠杆做过中行转债，请教现阶段有没有低利率加杠杆买可转债的工具？

答：千万不要加杠杆买可转债。我常对朋友说：带着杠杆的债，比不带杠杆的股更加危险！

问：请教刘老师，新转债巨量供应对可转债市场的影响有哪些？谢谢！

答：1.我是非常欢迎可转债巨量发行的，可转债越多，机会越多。

2. 理论上可转债发行多了，有可能拉低整个可转债市场的估值中枢，但拉低的程度一定是有限的。可转债有债的属性，到期还本付息，所以估值中枢不可能无止境地下降。

3. 上面说的估值中枢被拉低，是一件不确定的事情。但我们一定要知道，估值中枢被拉低是件好事，而且被拉得越低越好。同时，一个到期还本付息的东西，我肯定希望它的波动越大越好。

问：如果某只可转债到期后违约了，那是否就意味着无法转股，本金和利息也没有了？见笑了。

答：不一定。违约分很多种情况，有些违约是晚一点支付本金和利息，有些违约会支付一部分本金和利息，也有些违约会使你一分钱都拿不回来。只要时间够长，我们迟早会遇到违约的可转债，也一定会遇到破产公司的股票，因此必须要分散投资。

问：奥特曼说杠杆带来的收益和风险并不均等，是指杠杆带来的资金使用费导致的不平等，还是指别的？

答：一方面是费用，融资会带来财务成本。更重要的是，在不融资的情况下，波动对我们是有利的，比如一只内在价值为10元的股票，我希望它的价格能在1到100之间波动，如果能在0.01到10 000之间波动那就更好了，总之，波动越大，我的收益就越高。但如果我们加了一倍的杠杆，它只要从10元跌到5元，就足以让我们破产了。

问：刘老师，学一些基础的财务知识、看财报，您觉得有必要吗？

答：我觉得有必要，看懂财报之后，你才会发现“看懂了财报，还是预测不了公司的发展”，然后才能真正进入“低估分散、股债平衡”的阶段。看山是山，看山不是山，看山还是山。

问：奥特曼对特朗普提出的500亿美元加征关税怎么看？另附一关于这次加征关税的长文，也希望得到奥特曼的解答。（长文省略。）

答：我必须很诚实地告诉你，你发的这篇长文，我根本没有点开看。贸易战这种级别的小事，不会对我的投资决策构成任何影响。价值投资的方法，经历了“二战”、冷战、“9·11”这些事情之后，依然是赚钱的。相比之

下，你觉得贸易战算是一个什么级别的历史事件呢？

问：奥特曼老师好，B股是否长期折价于A股呢？若如此的话，我们对于买入的标准是否应该有所区别？

答：1.过去20年，大部分时间B股是比A股便宜的，但也不是全部时间。曾经至少有3次，万科B的价格是高于万科A的。

2.虽然B股的估值中枢更低，但它的波动一点也不比A股小。同样是翻3倍，1PB涨到3PB，和2PB涨到6PB，哪个更安全我想是不言而喻的。[1]

3.未来B股的估值是否会持续低于A股，这个其实很难说。我们做投资的人，千万不要被历史纪录所绑架。

问：奥特曼老师好，请问在投资A股以外的资产时，老师如何考虑汇率这个因素呢？

答：如果你持有的是股权类资产，长期来看，汇率的因素不会有太大影响。因为长期来看，汇率的变化就是这个国家的“货币发行量”+“资产质量”的变化（政权稳定也是资产质量的一部分），货币超额发行会导致通胀，股权类资产根本不怕通胀，也就是说，印钱导致的汇率下跌，最终会以股价上涨的方式补偿给你。所以关键还是资产质量，假设未来一年，日元对美元的汇率下跌到了1/10000，这其实根本就不是汇率问题，一定是日本这个国家出事了，说到底，还是资产质量出了问题。

上面说的是汇率的大幅变化，如果是小幅度的轻微变化，那里面确实有随机波动的成分，这一点是中性的，有可能让你占点便宜，也有可能让你吃点亏。咬着牙忍了就行。

问：请问奥特曼，您在投资时会考虑公司的负债率吗？

答：1.负债率是越低越好的。在选股时，负债率低是一个加分项。但是在分散投资的前提下，负债率的重要性会降低很多。如果你分散投资的都是净资产超过100亿的蓝筹股的话，负债率这个指标的参考意义又会进一步下降。

2.在分散投资蓝筹股的前提下，选股指标的权重由高到低排列，依次是：市净率、市盈率、股息率。其他指标仅有辅助意义。

问：破晓老师，请问港股市场、A股市场和美股市场，这三者之间有什么相关性吗？它们这几十年的走势有什么潜在的规律或者共性呢？

答：如果你的观察周期很短，那很容易会觉得三个指数同涨同跌，尤其是当美股出现暴跌的时候，港股和A股第二天多半也是跌的。但由于每次出现所谓的“同涨同跌”时，三个市场的涨跌幅度其实不同，所以长期来看，这三个指数的表现又没有明显的相关性。

你可以想象一下，有两个指数，假设A指数下跌则B指数必然下跌，A指数上涨则B指数必然上涨，但每次下跌时，B比A少跌千分之一，每次上涨时，B比A多涨千分之一，几年之后你会发现，这两个指数虽然每个交易日的涨跌方向都是相同的，但长期却呈现完全相反的走势。2007年时，港股和美股的估值是差不多的，但是你看现在（2018年）的港股和美股，估值就是一天一地的差别。

问：奥特曼老师好，只买耳熟能详的公司的股票，是不是可以降低风险，提高收益？

答：不一定。每个人的知识结构不同，所谓的“耳熟能详”在每个人心中是完全不同的概念。比如说，华谊兄弟是耳熟能详的公司，但有无数比华谊兄弟规模更大的公司，其实很多人是没听过的。我一直说，保守考虑可以只买“净资产大于一百亿”的公司，这个标准可以解决不同人群知识结构的偏差。

问：破晓老师能否详细解释下“忘掉成本”这句话？直觉告诉我这句话是对的，但是在实际操作中不知该如何应用，尤其在面对亏损股票时，即使出现了更好标的，但更换标的意味着浮亏成了真实亏损，有些无法接受。老师可以举例说明下吗？

答：我很理解浮亏时会出现的心理障碍，但其实你反过来想就明白了。假设你10年前买了一套房，每平方米5 000元，现在每平方米变成了10多万元，赢利约20倍。那么此时此刻，当初每平方米5 000元的成本还有意义吗？如果现在有人强迫你用每平方米3万元的价格把这个房子卖掉，你是会觉得吃亏了，还是会觉得很爽？你肯定会不满意这笔交易，因为：历史成本不是成本，机会成本才是成本。

问：《三体》中杨冬在看到叶文洁的加密文件后意识到物理学是被操纵的，各个物种并非自然竞争的状态。那么我的问题是：

1.证券市场，你观察的结果，是属于自由市场呢，还是类似于杨冬描述的被改变的市场？

2.生活中的消费市场，比如淘宝网购、学前教育、购房（包括以入学或升学为目的的买房）、装修、时装潮流、医药保健等，据我观察，表面看似

自由市场，但自由选择只在早期存在，目前已经完全被庞大的先行者控制，似乎这股风潮还是从美国兴起的，美国的舆论被操纵刻画出一种生活方式，但绝不是为消费者服务的，而是因为商家需要消费者这样去想，这样去生活。这两个问题你的观察是怎样的，多谢！

答：1. 按照《三体》的设定，物理规律可以被更改。其实也可以反过来理解为：物理常数是“可更改的”，物理常数可以被有智慧的生物主动修改，本身就是自然规律的一部分！我相信它并没有超出杨冬的认知范围，只是不符合她的愿望。她心中的白莲花，脏了，所以她死。证券市场，是被各种力量所影响的，这些影响事实的力量，从来就是市场的一部分，就像能制造小宇宙的三体文明，从来都是大宇宙的一部分。改变宇宙的力量，是宇宙的一部分。同样，影响市场的力量，也是市场的一部分。历史上从来就没有任何一个不被政府干预，不被舆论扰动，也不被大资金冲击的证券市场。我们一直以来就是在这样一个市场里攫取利润，同样，也是在这样一个环境里贮藏财富。

2. 消费者不是木头人，消费者从来不会单纯地被操纵。你看这个世界上，无论是服装、家具还是艺术品、收藏品，所谓的“流行”总是在不断改变。这当然不是商家操纵的结果，是新崛起的消费者在掀桌子。迪士尼肯定想让你一辈子看米老鼠，但它就是挡不住孙悟空和路飞的崛起。我为什么要从上一代人手里收购他们的邮票和纪念币？这些物品在我眼里毫无价值。同样，下一代人，也不会买走我收藏的海贼王手办。

问：微光老师，想问你投资以外的话题。小朋友学习成绩中下，看班上越是学霸的同学报的补习班越多，我觉得报那么多班小朋友太辛苦了，但不报大人又很焦虑，想听听你的建议，你认为有必要给小朋友报补习班吗？

答：常青藤学生毕业后10年的平均工资：排名第一的麻省理工，大约是9万美元每年，耶鲁是7万美元左右。教育可以把人送到一定的高度，但它是有极限的。折合成人民币，年薪几十万，差不多是“学校教育”这项资源被开发到极限的结果。至于再往后，能不能实现“一个亿的小目标”，能不能进《福布斯》榜单，能不能当总统，那跟学校的关系就越来越小了。对于中产以下的家庭，孩子未来的收入水平及交往层面，主要取决于受教育程度。对于中产及以上的家庭，孩子未来的收入水平及交往层面，主要取决于父母的收入水平及交往层面。孩子考试成绩的重要性，随着父母收入的增加而递减。

问：奥特曼老师，请问您认为二级市场投资者对社会的贡献是什么？

答：1. 你创办了一家叫肯德基的企业，你对社会有什么贡献？

2. 你创办肯德基的时候，没钱，隔壁村的二嘎出了100万入股，二嘎对社会有什么贡献？

3. 二嘎的女儿结婚要用钱，想从你的公司撤资，我跟二嘎说，不用撤资，把股份卖给我吧，于是二嘎把股份卖给了我。我对社会有什么贡献？

这样是不是就清楚多了？

问：可转债好像更适合震荡行情？

答：你好。尽量不要去思考那些即使得出了结论也没有任何用处的问题。首先你描述的内容并不对，但是即使是对的，即使真如你所说，可转债更适合震荡行情，你能通过此结论获得什么好处呢？我们根本不可能知道，未来3个月市场是上涨、下跌还是震荡。如果你能预测未来市场的波动模式，那么可转债反而会变成最没用的投资工具。

问：最近有位朋友连续预测对了股市的走势，但理性又告诉我这个逻辑行不通。我不相信有人能判断短期趋势。没有自己投资体系的人，永远是韭菜。

答：1. 能够以月为单位，以极高成功率判断短期波动的人，目前应该是不存在的。如果有，应该会以很快的速度爬到富豪榜上面。我们可以等到富豪榜上出现这样一个人之后，再回过头来研究这种方法是否可行。

2. 你说没有投资体系的人永远是韭菜，这个还真不一定。我有个朋友，过去近10年，战略上几乎都是错的，但总能以战术上的优秀弥补战略上的损失，最终总体也能实现赢利，但大起大落，且收益率不能算高。为什么说他战略上总是错的？很简单，股市估值高的时候，股权类仓位高，估值低的时候，债权类仓位高，永远与正确的布局相反。那么他是怎么以战术上的优秀来弥补的？也很简单，他投资工具用得特别好。配股权的时候知道买折价的封基，配债权的时候知道用分级A轮动，擅长各种套利、打新。另外，他虽然不懂估值，但能从规则的层面，看懂低价可转债的不对称性。主观题永远做错，客观题从不做错。这种投资者也是可以存活的，只是非常辛苦。

事实上，根据我的观察，市场中赚钱的投资者中，有不少都是这样的“聪明人”。这类人其实最具备“顿悟”的潜力。他们知识储备足够，只是思想水平没跟上，一旦觉醒，就能突飞猛进。

问：破晓老师，您好。您如何衡量一个公司的安全性？

答：1. 绝大多数净资产超过100亿的公司，不会在一个牛熊周期内死掉。

2. 持续现金分红的公司，安全性相对更高。利润再造假，分给你的现金一定是真的。

3. 我同时持有30个净资产超过100亿、持续分红的公司的股票，所以不纠结这个问题。谁爱破产就破产，我最终一定能实现大概率下的平均赢。

4. 事实上，我做投资十多年，目前一个破产的公司都没买到过。

5. 将来迟早会遇到，这是成本的一部分，接受即可。

问：老师，请教个学习方向的问题，之前一直推崇“低估分散不深研”，对于不深研有点疑惑。在投资过程中发现财务知识和经济类知识欠缺，那么我们在学习投资中是否有必要系统地学习财报类和宏观经济类知识呢，如果学习需要学到什么样的水平呢？

答：首先，财务知识和公司分析是两回事，财务知识是很有用的，不光是投资要用，你的资产越多，生意越大，人际关系越复杂，财务知识就越有用。但也不用学得特别深，毕竟术业有专攻，达到财务人员跟你说话，你能听懂的程度就行了。经济学的知识，对投资没有太多帮助。不过经济学是大学问，就算不为了投资，也值得学一下。

问：我在果仁网做的两个回测，请帮我看一下，以下结果对于投资有没有指导性？

答：你好，建议不要亲自做回测。

1. 单因子的回测，权威机构早就做过了。

2. 多因子的回测，变量太复杂，如果回测结果错了，你也很难发现错在哪，甚至结果错了你根本没机会发现。市净率、市盈率、股息率，这三个因子是放在世界各国都长期有效的，其中市净率最有效。其他的不用测了。测出来一个神奇的结果，你也不敢信。

问：您好，关于资产配置，斯文森认为，投资收益的90%以上来自资产配置，但是他好像没有具体地论述，或者是我看不懂。请您谈谈为什么？十分感谢！

答：简单翻译一下：投资中一个很重要的问题是——应该买哪些股票。但更重要的问题是——现在应该买股票还是应该买债券？斯文森说的大概就是这个意思。

---

[1] PB就是市净率。

图书在版编目（**CIP**）数据

财富工具 / 刘诚著. -- 北京：中信出版社，2020.6
ISBN 978-7-5217-1372-5
I. ①财… II. ①刘… III. ①私人投资 - 基本知识IV. ①F830.59
中国版本图书馆CIP数据核字(2020)第020929号

财富工具
著者：刘诚
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：80千字
版次：2020年6月第1版
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-1372-5

版权所有·侵权必究

中国著名投资策略师、彭博誉为“精准预测了2015年泡沫顶峰的人”

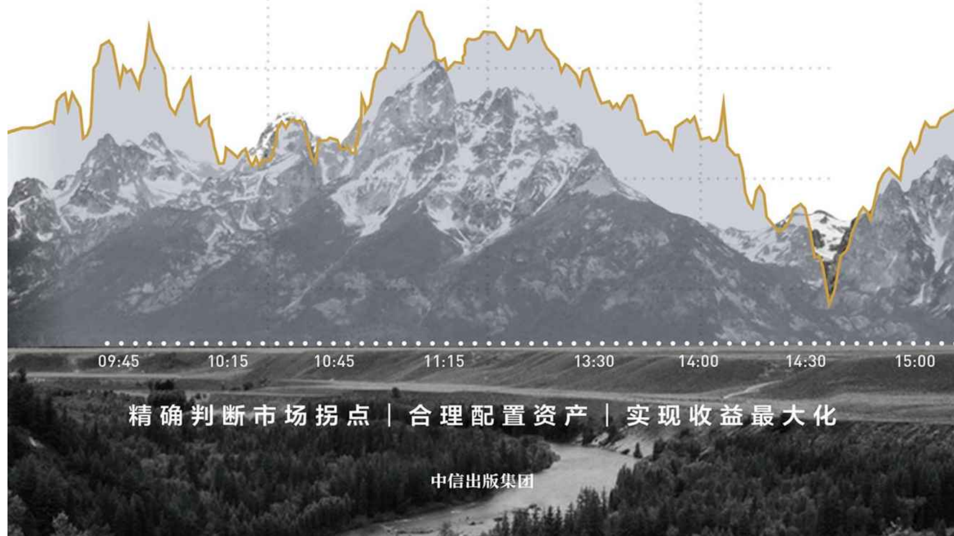
**洪灝 首部力作**

**巴曙松｜高善文｜李迅雷｜刘煜辉｜彭文生｜王庆 重磅推荐**

# 预测

## 经济、周期与市场泡沫

洪灝 著



# 预测

## ——经济、周期与市场泡沫

洪灏 著

中信出版集团

# 目录

前言

总论 预测的艺术

宏观的革命

周期的诞生

非理性预期和市场泡沫化

周期的规律

经济周期和市场预测理论

社会的不均

第一章 沉寂的风险

美元体系隐忧渐显

新冠肺炎疫情之下市场预测的方法和结果

百年变局

第二章 市场是否可以预测

百年道指

市场预测理论

股票定价理论

实例：2015年夏天的中国泡沫

结论

第三章 经济是否可以预测

如何预测美国经济

经济同步指标、领先指标和另类领先指标

如何预测中国经济

结论
第四章 周期是否可以预测
周期的成因和类型
美国经济的短周期
中国经济的短周期
以周期预测股市
结论
第五章 未来是否可以预测
通胀消失之谜
贫富不均极端化
价格的革命
结论
结语 周期的轮回
关于作

# 前言

1929年的大萧条时期是凯恩斯主义的兴起时期，20世纪80年代初沃尔克伟大的货币政策实验则是货币主义战胜凯恩斯主义的转折点，而2020年新型冠状病毒肺炎（以下简称新冠肺炎）疫情时期正是中央银行新古典货币主义的全盛时期。全球央行再一次以史无前例的放水之势力挽狂澜，拯救全球经济于崩溃的边缘。然而，西方政府的扩张性财政政策也逐步重新抬头，直接把“生活费支票”寄给了人们。自2008年次贷危机以后，许多经济学家开始重新审视凯恩斯主义，当新冠肺炎疫情的暴发引发了大萧条以来全球最严重的经济衰退之后，凯恩斯主义大有凤凰涅槃的迹象。

如果说沃尔克的货币政策是近代史上货币政策的巅峰，同时伴随着美国十年期国债收益率的顶峰，那么伯南克、鲍威尔在过去十年里的两次危机中采取的量化宽松（QE）政策，可谓与沃尔克的货币紧缩相对的、货币政策的另一个巅峰。这种宏观经济学理论思维的变换和央行货币政策的切换，对于深谙历史周期轮回的中国人来说，当然是司空见惯的。毋庸置疑，我们现在正处在一个长周期历史性的拐点上。

古典经济学的出发点是假设资源是有限的。因此，古典经济学是一门解释如何最优分配有限的资源，从而得到最大产出的社会科学。然而，假如资源并非有限的呢？诚然，我们的时间、地下的矿产、城市里的土地等资源从绝对意义上来说其供给都是有限的，但是，当把有限的供给和消费需求相比较时，我们很快就会发现由于人们固有的储蓄倾向，相对于供给来说，有效需求显然是不足的。换言之，相对于有限的需求，供给是“无限”的。在这样的世界里，有效需求的不足最终一定会产生通缩的压力。社会价格的不断走低，通缩遍野，就是一个经济体里有效需求不足最好的证明。这种社会最终演绎的形式就是，它的发展将会停滞不前。20世纪90年代泡沫破灭后，日本出现的通缩和经济发展停滞现象，就是有效需求不足最终导致的经济和社会后果的最好例证。

央行以当前通货紧缩的压力，来证明其极端量化宽松政策的必要性。实际上，这种政策的选择是治标不治本的。过去30年，在新古典货币主义的理性预期理论和有效市场假说的引领下，央行通过不断放水来应对每一次的经济和市场危机，并且宽松的力度越来越大。然而，不断走低的价格通胀恰恰反映了货币主义在新时期对于现实情况应对的不足。毕竟，弗里德曼说过：“所有的通货膨胀都是货币现象。”许多经济学家依据这个思路去预测2008年次贷危机后伯南克的量化宽松政策将带来的通货膨胀，然而，几年之后，在面对全球此起彼伏的通缩压力时不得不修改自己的预判。

不断放宽的货币政策还导致了社会分配的极度不均。这在很大程度上是由于富裕阶层和社会底层人民获得资源的能力有着天壤之别。新古典主义崇尚自由选择，有时候这种自由是无条件的，甚至是凌驾于他人和社会之上的。沃尔克实施伟大的货币政策实验之后的30年，也是市场不断去监管化、放权改革的时期。这种明显倾向于富裕和权力阶层的改革，进一步固化和加深了社会的分层，社会阶层之间的突破越来越难，贫富悬殊也越来越严重，俨然成为一种自由资本主义的“种姓制度”。21世纪初，美国经济衰退之后执行的近乎零利率的货币政策，让更多劳动人民投入房地产市场的投机大潮里，并因此背负了更多的债务，进一步压抑了社会的有效需求。人们成为债务的奴隶。

如今，全球社会分配不均的程度再一次回到了1929年大萧条前夕的最高点。如此深刻的社会割裂不可能是一个稳定的均衡点。或者一如我们所说的，物极必反。凯恩斯是一个非常聪明的投资家。20世纪30年代在凯恩斯发起第一场宏观经济革命之前，成功的投资就已经为他积累了许多财富。他加入了布鲁姆斯伯里团体，每天和各种社会名流、思想家、前卫艺术家打交道。弗吉尼亚·伍尔芙、亨利·马蒂斯、埃德加·德加、乔治·修拉等著名的作家和艺术家，都是他的座上客；毕加索、保罗·塞尚和乔治·修拉的画都在凯恩斯的艺术收藏品之中。然而，在剑桥大学精修了哲学的凯恩斯意识到，这种优越的生活方式在当时极度分裂的社会结构里并不会长久持续。如果不能通过对政治决策的影响而改变当时的社会现状，那么一场血淋淋的社会大革命最终将会来临。既然有效需求天生不足，就只能通过扩张性财政政策去弥补，改善当时整个社会的生存环境。因此，凯恩斯曾经坦言：“真正有效的投资在于它的社会效应，在于战胜被未知笼罩着的时代的黑暗。”

当今社会，有效需求的不足将长期使经济通缩的压力越发明显。而这个长期结构性的通缩压力，是货币政策无论怎样宽松也无力改变的。即便如此，全球央行仍然会以战胜通缩为由，义无反顾地实行宽松的货币政策。在货币政策逐渐无能为力的同时，政府部门的财政赤字力度将会越发明显。这是凯恩斯主义历经90年后的一次回归，或者是当前经济的最后一根救命稻草，但也将是在未来几年最终引发通胀的诱因。虽然私人部门的有效需求不足，并且社会分配不均进一步恶化，但政府部门的财政赤字，以及其乘数效应产生的边际需求扩大，也将最终导致通胀的回归。其实，极度宽松的货币政策已经开始导致美国的通胀预期史无前例地飙升。

站在这个周期之巅，我们迎风而立，满目山雨欲来。在一个货币供应相对于需求是“无限”的新世界里，当一个社会阶层的割裂达到了一个难以逆转的程度的时候，投资的社会目的应该是通过投资对社会财富、资源进行二次分配，以超越这场“失败者游戏”。显然，富有的上层阶级拥有大部分的

有价证券，社会底层很可能通过退休金计划持有一部分在未来几年很可能“跑输”的债券，而黄金在社会各个阶层之间应该仍然是低配的。比特币则代表着对于现有央行放浪货币政策的革命。

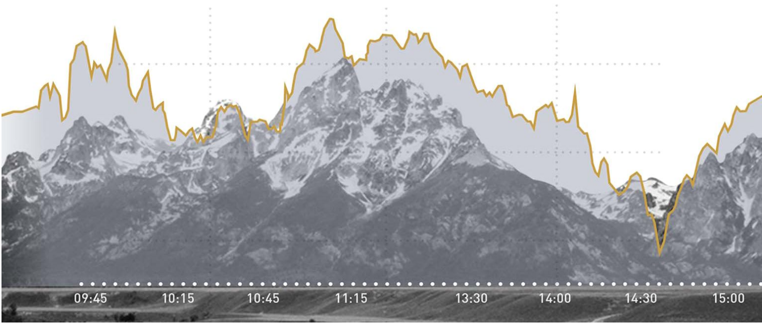
这是一本关于预测的逻辑和方法的书，并希望通过实际的市场经验观察、检验其成效。本书还对经济和市场周期的形成及其在预测中的应用进行了详细的论述。在凯恩斯起草他的著作《就业、利息和货币通论》的时候，他总是半躺在躺椅上，用铅笔快速地写着他的草稿。草稿写成之后，会被马上送到出版商的印刷机里，印好后就开始在凯恩斯的圈子里流传，类似于大学里的手抄本。由于凯恩斯是用自己投资赚来的资金出版《就业、利息和货币通论》的，所以出版商不得不同意凯恩斯这种不同寻常的写作方法。等到《就业、利息和货币通论》的最终草稿完成之后，它其实早已经在圈子里广为流传了。即便如此，凯恩斯的《就业、利息和货币通论》仍然非常晦涩难懂。同时，尽管周期是《就业、利息和货币通论》的主要元素之一，但是凯恩斯并没有系统地提出周期形成的原因和测量的方法，更没有提出如何通过经济周期运行的理论进行市场预测。

本书站在宏观经济巨人的肩膀上，对宏观经济学理论进行新的阐述，并尝试付诸实践，预测市场。本书并不能回答所有关于市场预测的问题，那是一门博大精深的艺术，但是本书至少为预测市场指明了路径和方向。

洪灝

总论

# 预测的艺术



进步就是波动。

——熊彼特

# 宏观的革命

大萧条时期可以说是现代宏观经济学大爆炸的时期。1934年，在出版《就业、利息和货币通论》的前夕，凯恩斯在给他的好朋友萧伯纳的一封信里写道：“我相信我在写一本在未来十年里将彻底改变宏观经济学理论的书，虽然它的影响不太可能立竿见影，但这个世界思考宏观经济的角度将从此改变。我并不奢望现在谁会相信我，但我自己非常相信这一点。”《就业、利息和货币通论》是一本关于经济运行模式的集大成之作，以各种高深的数学模型解释了宏观经济运行历史的形成和伴随的现象，也预言了未来经济发展的结果。

《就业、利息和货币通论》出版时，美国和全球经济还被1929年股市崩溃后的经济大萧条影响着，这给当时的社会带来了极大的冲击。这部著作的出版恰逢其时，因此非常畅销，很快就成为宏观经济学里一部必读的经典之作。凯恩斯理论明显有别于当时经济学家的理论共识。他的经济分析以有效需求的不足和边际消费倾向递减为出发点，以经济周期、系统不确定性以及社会主义性质的投资取向为主要元素。凯恩斯为政府在波动、混乱的周期性资本主义经济体系里扮演积极的角色奠定了理论基础，并深刻影响了当时罗斯福的新政。凯恩斯的革命性思维认可政府可以用政策干预市场，与当时古典派提倡以自由市场进行资源配置的见解大相径庭。凯恩斯主义的新理念自此一直影响着宏观管理的思维——直至20世纪70年代油价不断攀升，美国经济再次陷入严重衰退，有关的经济管理模式才最终被货币主义所取代。

可惜的是，与爱因斯坦、马克思、弗洛伊德和达尔文等其他著名的开宗立派的学者不一样的是，凯恩斯52岁时才出版他的集大成之作《就业、利息和货币通论》。而该书出版后不久，凯恩斯又不幸患上严重的心脏病。因此，凯恩斯后期未能完全参与市场诠释他的作品的过程，同时《就业、利息和货币通论》也确实十分晦涩难懂。不久之后，凯恩斯的理论便在新古典货币主义登场、沃尔克实施货币政策实验之后逐步退出经济舞台——直至2008年全球金融危机和2020年新冠肺炎疫情发生，传统的宏观经济学理论纷纷失效之后，人们才重新回顾这一尘封已久的思想。然而，新古典经济学派对凯恩斯主义的阐释，仅仅局限于在经济困难时期采取扩张性财政政策——凯恩斯的理论也因此迷失于新古典经济学派的阐释之中。如果

现实世界果真同新古典主义所假设的一样，常常可以自发地调整到一个平衡的状态，那么为什么自1980年后出现了这么多次全球性金融危机，同时央行每次都不得不进行市场干预？

市场俨然是经济的一面哈哈镜，是经济运行的一种扭曲而夸大的反映。尽管凯恩斯的《就业、利息和货币通论》很好地解释了经济运行的规律，但对于市场这面反复无常的哈哈镜，凯恩斯并没有花费太多的笔墨去讨论。关于市场预测，很多人都尝试过，但很少有人成功。预测本身就是一种自我矛盾的行为：今天预测的结果，需要在未来验证，但在未来到来之前，我们以当前的预测为基础的所作所为将改变未来的轨迹，最终很可能导致预测无法实现。换言之，预测的历史成绩越优秀，在未来预测实现的概率也就越小。

预测市场，本质上就是要找到一些市场运行的规律，并假设在预测未来的时候，这些历史规律将大致保持不变。我多年以来的研究结果表明，尽管难度很大，但是市场的运行在一定程度上是可以预测的。一般来说，市场趋势一旦开始，就将沿着一定的轨迹，在一定的时空里运行到极致，然后再反转。图0.1显示的是，标准普尔指数（以下简称标普指数）实际价格对数指标在第二次世界大战以来35年的波动周期。也就是说，市场的运行似乎有一个内生的周期，而这个内生的周期，在很大程度上是由人的预期来驱动的。央行的货币政策并不能改变周期的运行，相反，央行的货币政策使市场预期的形成更加极端。这是因为市场预期存在自适性，会因为过去对于政策的观察和经验积累而不断改变，从而导致市场价格加速并提前反映政策的变化，也使市场周期的运行更加极端。

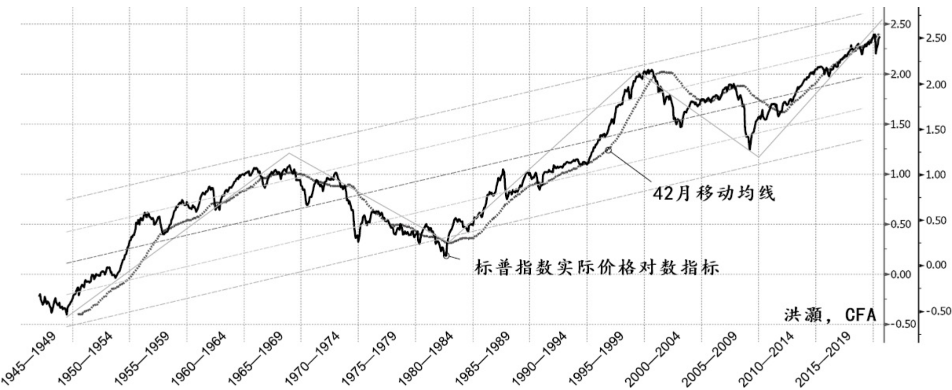



图**0.1** 进步就是波动——**1945**年以来，标普指数实际价格周期

注：标普指数实际价格对数指标（右轴内），42月移动均线（右轴外）。数据来源：彭博，作者计算。

写作本书的时候，我在自己的独立思考和多年研究成果的基础上，阅读了许多这个领域的学术研究。而后发现，其实主要的经济学理论在过去的一百多年里都是一脉相承的。我笼统地把各个经济学派分为古典主义、新古典主义和凯恩斯主义。这些不同的经济学派最根本的区别在于对市场的有效性，以及市场如何最优地分配有限资源的看法。简言之，新古典主义依靠市场，假设市场总是可以通过市场价格的信号重新分配组合资源，重新回到一个所有资源都被最优分配以达到产出最大化的均衡。而凯恩斯主义依靠刺激社会需求来调整市场，促使市场重新回到均衡点，然而这个新的均衡点可能是次优点，同时经济可以有多于一个的均衡点。新古典主义以市场为核心，而凯恩斯主义更多是围绕人性展开讨论的。

## 周期的诞生

古典经济学和新古典经济学有两个重要的基本假设：一是萨伊定律，也就是供给能够产生自己的需求（充分需求）；二是社会经济将通过市场价格的自我调整而实现充分就业。这两个假设条件，基本上把现实生活中宏观经济运行的微妙衔接之处都排除了。在这样一个理想世界里，由于有充分的需求去消化所有的供给，市场供求条件的变化将使市场价格进行自我调整，最终供求曲线将运行到一个一般均衡点上。在这个均衡点上，经济里的资源都通过市场价格的信号被自然地、有效地、充分地分配。这时，社会也达到了一个完全就业的状态。当市场的供给产生变化时，市场价格将再次自动调整，使经济重新回到均衡点上。

这是一种象牙塔里的世界观。经济历史数据，尤其是大萧条以来的经济历史数据，证明了萨伊定律与现实生活中的经验观察无法吻合。如果萨伊定律成立，那么我们如何解释大萧条里工资的黏性呢？当时，即便工人愿意放下身价而接受工资更低的工作，他们仍然无法就业，最终大萧条时期美国的失业率一度高达25%。2020年新冠肺炎疫情对于经济冲击的严重程度，不亚于20世纪30年代的大萧条。在2020年4月短短的4周内，美国的失业人数就飙升到2000多万。由于新冠肺炎疫情的暴发，供应链产生断裂，许多农场的农产品无法运送到消费者手里。许多农民不得不免费分发，甚至销毁他们的农产品——类似当年大萧条时，奶农把牛奶倾倒进河里的情景。

显然，供给并不总是能产生自己的需求。有效需求是不足的，并且随着时间的推移，这种有效需求不足的情况将越发严重。过去40年的经济历史证明，自从沃尔克以极度紧缩的货币政策制服了通胀后，供给持续大于需求。否则，我们如何解释在过去这么多年里，经济里的通胀压力长期持续地趋势性走低。如果市场价格经常在供给大于需求的时候承压，那么过去40年市场价格的持续下行，明显地显示了实体经济里有效需求的持续不

足。在这样的经济条件下，经济里的实际均衡点很可能将离古典经济学里的最优均衡点越来越远——价格越来越低，就业越来越不充分。同时，由于供给相对于需求过剩，工人工资水平增长的速度相对于其劳动生产率水平的提高也越来越慢。逐渐地，工人的剩余价值被企业主保留的部分也就越来越多。借用马克思主义里一个生动的动词，这就是资本家对劳动者的“剥削”，而且过去40年里，剥削的程度变得越来越严重。这种资本家剥削下来的剩余价值的积累和汇聚，也造成了实体经济里日益加剧的贫富分化现象。

简单地说，按常理一个人是不能把所有收入在当期完全消费掉的。即使在某一个特定的时期，这个人的消费大于收入，或者说这个人是在借钱消费，那么这个人一生的消费和收入在理论上也应该是相等的。因此，一个人的消费倾向（$\Delta C$），也就是他的储蓄（S）倾向的镜像（$S=1-\Delta C$），往往小于1，并且是相对稳定的。甚至，一个人的消费倾向很可能是随着年龄和收入的增加而逐渐减少的。对于整个社会经济来说，产出等于收入，那么收入减去个人消费（C）和政府消费（G）的部分，就是储蓄。同时，这个均衡的关系显示，储蓄等于投资（I），我们也可以用公式来表达这个储蓄等于投资的关系：总产出$P=C+G+I$；因此，$P-C-G=I$；所以，$S=1-\Delta C= I$。简言之，当期收入中没有消费的部分形成储蓄，而对于全社会来说，储蓄等于投资。

虽然储蓄等于投资，但是它们各自产生的原因却是不同的。从以上的恒等式来看，储蓄本身和消费倾向有关，本质上是当期消费和未来消费之间的衡量。而衡量当期消费和未来消费的决定性因素则是利率。同时，投资由企业主决定，取决于企业主对未来投资回报的判断，而这个判断更多取决于企业主对于未来的预期和信心。只有当未来投资回报高于利率的时候，企业主才会投资。在过去的40年里，对于整个社会来说，我们看到的利率下降的情况只是一个结果。被剥削的剩余价值的积累，意味着社会贫富分化越来越严重。同时，富人和穷人的消费倾向是不同的：富人的消费相对于其丰厚的收入和大量积累的财富而言只是很小的一部分，而穷人则不得不消费其大部分的收入来维持生计。或者说，富人的消费倾向远远低于穷人。反之，富人的储蓄倾向则远远高于穷人。这种贫富极端悬殊的现象，直接造成了储蓄过剩，以及有效需求的严重不足，并不断地压低市场利率。

对于储蓄和投资来说，储蓄产生的资金供给，并不自我产生有效投资资金需求。萨伊定律在这一对供求关系上也不奏效。这个推论不同于古典经济学的表述。古典经济学认为，储蓄产生的资金供应和投资产生的资金需求，可以在一个均衡的市场利率水平上达到平衡。然而，自2009年经济复苏以来，美国公司的投资资本回报率一路走低，同时伴随着资本支出的不

断减速，回购股票的力度却越来越大。这种情况表明，企业家对投资的回报预期在不断降低，只能通过不断回购股票来提高股东收益。如上所述，储蓄资金和投资资金的不同决定因素造成了储蓄过剩，这时，即使利率不断下降，也无法补偿企业主迅速崩塌的投资回报预期，投资到实体经济里的生产性资产设备将会越来越少。久而久之，这一系列的连锁反应逐渐形成了贫富悬殊、储蓄过剩、投资不足、消费过低、经济增速不断放缓的经济现状。在这样的经济环境里，即便央行不断印钱放水、宽松货币，也无法唤起企业家投资实体经济的欲望。而讽刺的是，这个负循环，恰恰始于央行打着拯救市场的旗号推出的宽松货币政策。以上这一系列逻辑推论，是从质疑古典经济学的两个基本假设出发，从有效需求不足的角度来考察的。这些推论与2009年经济复苏以来我们观察到的现象，以及过去40年实体经济里出现的一系列经验观察非常吻合。

再回到前述讨论的恒等式P＝C＋G＋I。我们可以看到，消费倾向与个人的收入和财富水平有关。由于收入和财富的变化相对稳定，所以对于整个社会来说，收入和财富的变化往往等于整个社会收入的变化，也大致等比例于经济增速。因此，我们可以推论，消费倾向也是大致稳定的。随着时间的推移和贫富差距的不断扩大，对于整个社会来说，消费倾向会因为收入越来越集中在少数人的手里而越来越小，社会财富分配不均的现象将越发严重。但这些都是长周期的慢变量，我们很难在短时间里观察到本质的改变。然而，如前所述，投资的产生取决于企业主对投资的预期。通过实际观察可知，投资预期这种心理因素是非常易变的，很容易随着一些外界的因素大起大落，譬如股票价格。因此，被预期主导的投资决定也会变得非常容易波动，还会导致经济周期的波动。同时，消费则保持大致的稳定。也就是说，经济结构里最容易波动的部分是投资预期。这种投资预期的波动，就是经济周期产生的根本原因。而在短期消费倾向很难发生根本改变的时候，政府支出在经济衰退时就应该大幅地、逆周期地增加，以抵消投资预期变化带来的经济周期波动。

即便如此，央行的货币政策对投资预期的影响，也只能是间接的。在经济衰退的时候实施宽松货币政策，让实体经济里的资金成本大幅下降，从而让投资回报预期的门槛越来越低，然而，这并不能改变投资回报预期下降的趋势——尤其是在2020年这种迅猛的经济衰退的情况下。这也是为什么自2009年经济复苏以来，以资本开支形式投资生产性资产的增速在不断放缓。由于多年来利率不断走低，经济没有明显的通胀压力，所谓现代货币理论甚嚣尘上，实行负利率的货币政策被广泛而严肃地讨论。然而，如果货币政策并不能直接影响投资回报预期，只能形成投资预期的最低回报率要求，那么当投资回报预期为零的时候，就应该是利率的最后边界。在投资回报归零的这个时刻，再多的投资也不能实现实体经济增长的价值和增加劳动者的收入。同时，如果利率转负，就会变相地惩罚储蓄，干涸未来

可能为投资提供资金的储蓄池。瑞典率先进行了负利率实验，但几年之后不得不放弃，这就是负利率无效最好的例子。在实行了负利率几年后，瑞典的经济学家发现负利率对经济基本上没有什么作用。这种极端的情况，最终将导致社会倒退，日本就是一个例子。简单地说，如果负利率有效，日本就不会经历“失去的30年”了。然而，随着时间的推移，目前这种经济陷入次优均衡点的极端情况出现的概率，正在上升。

## 非理性预期和市场泡沫化

新古典主义和凯恩斯主义的不同，还体现在对预期是否理性的观点上。新古典主义认为市场总是理性的。以美联储的一系列经济学家为代表，其认为理性预期假设市场的价格瞬间反映了市场里所有的消息和数据，并能够在一瞬间把这些新的消息和数据正确地计入市场价格里。因此，在一个理性预期的市场里，泡沫是很难产生的。即便有泡沫，也是“理性泡沫”，因为市场的价格理性地计入未来经济不断快速增长的预期，央行很难事先准确判断泡沫的形成。毕竟，市场里千千万万的参与者，包括那些受过最好的商学院教育，对上市公司的情况有充分了解，与上市公司的管理层有充分沟通的市场分析师和聪明的投资者，怎么可能一起犯同样的错误呢？因此，央行的首要任务是尽力保持货币政策的适合性，以此为经济增长提供最好的环境，达到充分就业和通胀平稳的双重政策目标。不幸的是，如果市场泡沫最终破灭，那么央行应该采取宽松的货币政策来帮助市场尽快恢复正常，使经济能够快速重回正轨。

显然，央行的这种货币政策选择的回报是非对称的。这种货币政策的选择提倡在通胀压力保持相对稳定的前提下，极力呵护市场上行和经济扩张，在市场暴跌的时候放松货币政策救市。这种货币政策造成了“上不封顶，下有保底”的市场回报分布，也就是市场里俗称的“美联储看跌期权”。这个美联储赐予的免费的看跌期权，与市场参与者手中的股票持仓，组合成了一个类似看涨期权的回报形态。这也是为什么这么多年市场的起伏，使市场参与者谨记着华尔街的那句格言“不要和美联储作对”，以及“逢跌必买，越跌越买”的交易策略。对于这种理性预期的谎言，在市场上摸爬滚打过的交易员都深谙其缺陷。因为市场的预期不仅是不理性的，而且可以持续地、任性地保持不理性——直到你破产为止。从阴谋论来看，商学院培养出一批又一批充满着“理性预期”的毕业生，毕业后占据着社会经济里重要的岗位，为美联储的货币政策合理性建立了坚实的群众基础。当然，理性预期理论也为市场里有经验的交易员提供了非常容易收割的对手盘。

然而，预期不可能是理性的。想象一下，人性是贪婪的，踏空往往比买错痛苦。而更痛苦的是，自己踏空，身边的人却踩准了节奏。在一个现代的、有组织的交易所里，人们都假设市场的流动性是充足的，在自己想要

离场的时候可以随时充分地兑现自己手上的持仓。但是，如果市场里的每一个人都假设自己有充足的流动性，市场作为一个整体就没有了流动性。或者说，市场的流动性本身就是一个悖论。当所有人都以为自己有充足的流动性而同时夺门而出的时候，市场必然会缺失流动性。这个市场流动性的悖论，与银行挤兑是一个道理。银行是无法同时满足每一个储户取现的需求的。

同时，未来是不可测的，并不像商学院里所教的那种未来是简单重复一组概率加权历史数据的期望值。当市场参与者以为市场流动性非常充足，同时未来是不可知的时候，市场参与者投资的主要目的就变了。他们的目的，并不是要去发现投资标的的真正价值，因为那样太费时间了，并且未来也不可知。在流动性充足、未来不可知的假设前提下，市场参与者的贪婪将使他们醉心于猜出下一个接盘侠心中对于股票愿意给出的价格，并在合适的时机把手上的股票抛售给接盘侠。市场参与者要预测的是股票未来的价格，是别的参与者心目中对于股票的估价，而不是在不可知的未来这个股票真正的价值。毕竟，“从长期来看，我们都死了”。

当所有人都在竞猜接盘侠的预期，在猜想一场选美竞赛里别人心目中最漂亮的参赛选手时，就再也没有人会关心股票的估值了。失去了估值的锚，在一个流动性充足的市场里，预期将离基本面越来越远，最终泡沫化。从这个角度来考虑，市场并非像央行官员所说的那样是不存在泡沫的。只要人性贪婪、未来不确定、流动性充足这三个假设条件成立，那么最终市场必然泡沫化。在市场泡沫化的最后阶段，市场参与者必须不断地衡量保持仓位的预期风险和潜在收益。由于在泡沫化的后期阶段，价格严重脱离价值，更高的市场价格出现的概率在迅速下降，所以市场价格也必须不断上涨，甚至直线飙升，来补偿市场参与者留在市场里要承担的风险——直到泡沫最终破灭。这就是我们在2015年6月观察到的中国A股市场泡沫化最后阶段的情景和交易逻辑。可以看到，上述市场泡沫化的三个假设条件是很容易成立的，因此，市场必然泡沫化。与理性预期学派的结论相反，市场的泡沫是可以预测的。

对于市场泡沫化后的政策处理，理性预期学派和非理性预期学派并没有太大的分歧，两派都主张以宽松的货币政策来应对市场泡沫的破灭。然而，两个学派不一样的地方，是二者对市场泡沫化前的处理方式。理性预期学派选择对泡沫视而不见，掩耳盗铃，打着理性预期理论的旗号为执行宽松的货币政策提供理论基础。在央行官员的眼里，如果市场的预期是理性的，那么不断宽松的货币政策必然也是理性的、正确的。如前所述，执行这样的货币政策带来了贫富差距扩大等负面的社会效应。毕竟，政策都是为统治阶级服务的。在今天的美国社会里，1%的社会顶层人士拥有超过50%的股票和基金，1%~10%的社会上层阶级拥有接近90%的股票和基

金。这些人往往是美国的经济精英，直接或间接地决定了社会分配的制度。如此看来，就很容易理解为什么美联储长期以来实施宽松货币政策，并营造“美联储看跌期权”的趋势了。

## 周期的规律

既然企业主投资预期的变化会引起经济周期的波动，同时央行在理性预期的基础上，试图以宽松货币的形式在市场出现危机时拯救市场、稳定预期，那么逻辑上有两个结论是显而易见的：一是经济周期的起伏与央行的货币政策有关；二是因为央行的货币政策选择是可以预测的，所以周期也是可以预测的。

在过去的数年里，我以自己的周期理论和模型为基础，每半年对中国市场的走势进行预测。这些预测最终大部分都被市场的实际情况一一验证。比如，我在2016年对2017年的全年展望是“微妙的平衡”，并向投资者预测了大盘股和港股的机会。我之后的市场展望报告的标题依次是：2017年下半年“再创新高”，2018年“无限风光”（此标题取自“无限风光在险峰”这句诗，但省略了“在险峰”三个字，因为对2018年的展望发表于2017年11月初，距离2018年1月底全球市场阶段性见顶还有3个月，而这3个月里市场的上行趋势非常猛烈），2018年下半年“乱云飞渡”，2019年“峰回路转”，2020年“静水流深”，以及2020年下半年“潜龙欲用”。市场在2018年1月运行到顶峰之后，便一路下行，直到2019年“峰回路转”，市场过去4年的走势和我历年的市场展望报告的标题隐含的意思大约一致。值得一提的是，这些预测与当时人们对于未来市场走势的预期是不一样的，有时候甚至是截然不同的，但最终得到了市场的印证。我一直认为，只有拐点才能改变人生，只有与众不同并不断被验证的投资建议才能真正为投资者增添价值。这些以周期理论和模型为基础的投资建议，并不是我可以用来自诩的资本，只是可以用来佐证自己的周期理论和模型有效性的一些实际论据。

我的量化研究发现，中美经济运行的短周期为3～3.5年。在周期运行的时候，大量的宏观经济变量同时且有规律地以大致固定的速度向同一个方向运行。因此，在确立周期长度的时候，我们只要找出最关键的一组驱动周期运行的变量，就可以大致推导出其他变量运行的方向和趋势。值得注意的是，在预测的时候，我关心的是经济变量运行的趋势和方向，并不是它们的绝对水平。因此，在本书里讨论的周期，是增长率周期，而不是经济运行的绝对水平周期。其实，日本的所谓“失去的30年”里的经济增速，虽然是在放缓，但是大体上还是保持正增长的。改革开放以来中国经济的持续增长是有目共睹的。因此，我们讨论的中国经济的放缓，严格地说，与西方经济的衰退不一样，虽然表现出来的形式都是经济增长率的放缓。

我的研究发现，中国经济周期的起伏，也就是经济增速的加速和放缓，与中国房地产行业的活跃性密切相关。在分析并拟合了几组房地产及其相关数据，形成了一个中国经济周期领先的指标之后，我们可以看到在过去20多年里，中国的房地产周期驱动中国经济周期以3～3.5年的时间长度向前波动。同时，中国经济周期的大趋势呈现出一个长期下行的状态——每一个经济短周期的高点和低点都越来越低。当然，这种长期下行的状态其实也没什么可大惊小怪的。长期来看，随着中国的经济体量不断增大，经济学里的边际效应递减的规律将会越来越明显，周期的高点和低点，也就是中国经济增速的变化，将会越来越小，而宏观经济里的波动性也将会逐步收敛。

此外，我的研究发现，美国经济的短周期大约是3.5年，其主要的领先指标在于美国在科技研发上的投资，如半导体出货量的变化、公司的资本支出计划的变化，以及其他一些更传统的指标，如新房开工、新房建筑批准、新房贷的申请等经济领先指标。这些指标的变化也呈现出周期波动的特征——同时且有规律地以大概一致的运行速度向同一个方向波动。当中美周期同时进入下行阶段的时候，市场往往会发生大幅动荡，虽然并不一定伴随着经济的衰退，比如2018年第四季度。2018年9月3日，我发表了一篇题为“中美周期的冲突”的论文，以量化模型详细论证了美国经济周期运行的规律，并指出当时中美周期同时下行预示着即将到来的美国市场暴跌。回过头看，这篇论文发表的时间点恰恰在当时美股的顶峰。最终，美国市场开始的一轮波澜壮阔的暴跌，使2018年第四季度成为1929年大萧条以来最差的第四季度。

一般来说，2～3个3.5年基钦库存短周期，镶嵌构成一个7～11年的朱格拉资本置换中周期；5个以上的3.5年基钦库存短周期，镶嵌构成一个17.5年以上的中长周期；最后，10个以上的3.5年基钦库存短周期，镶嵌构成一个35年以上的长周期，也就是现在可能大家都已经耳熟能详的康波周期。值得注意的是，周期运行的时间长度并非一成不变的，特殊的社会、经济事件常常会干扰经济周期的运行。然而，经济周期的运行有其内生的规律，央行的货币政策选择在很大程度上推动了这个规律的形成。因此，即使有无法预计的事件干扰了周期的运行，这些事件也只能改变周期波动的幅度，而不能改变其运行的方向和趋势。

2020年第一季度，新冠肺炎疫情使全球经济陷入了1929年大萧条以来最严重的衰退，全球央行救市的力度也空前绝后。很多人认为，经济会在新冠肺炎疫情过后迅速恢复，因此会进入一个新的周期。虽然2020年2月15日我在自己实名认证的微博账号“洪灝”上预警了市场暴跌会在两个星期之内到来，并把这场暴跌的严重程度类比1987年10月的大崩盘和2000年的互联网泡沫破灭，但是这场暴跌随后的发展以及带来的后果，还是超出了

我最坏的预期。同时，新冠肺炎疫情似乎使2018年第四季度到2019年第一季度的新的经济短周期提前结束了。我认为，新冠肺炎疫情很可能只是这轮经济周期结束的开始。2021年后，经济将再次进入放缓衰退的阶段，并同时伴随着巨幅的市场波动。这是因为美联储史无前例的宽松货币政策虽然会拯救一时的经济衰退，但是其无底线的货币政策将带来其他经济恶果。这些救市的成本，最终将反馈到实体经济上。比如，经济里通胀的压力大幅飙升，增长却止步不前，最终形成一个滞胀的，甚至是恶性通胀的环境。在这样的滞胀环境里，股债双杀。

我们还要认识到，周期的运行虽然有着相对稳定的时间，但是除了上述不可预测的事件对周期运行的干扰，周期的镶嵌也让判断周期运行的始末成了一种追求“模糊正确”的艺术。周期的镶嵌，是指周期的运行既没有开始，也没有结束。上一个周期的结束，孕育着下一个周期的开始，循环往复，生生不息。中国古代早已对周期的运行有了哲学的认识。《易经》里的第一卦——乾卦的几个不同的卦象，描述着世间万物从开始到繁荣再到衰败的轮回，恰恰是对周期运行最好的描述。比如，“潜龙勿用”对应的是经济衰退的底部。这时，虽然龙潜于渊，万物衰败，但也恰恰是否极泰来的时刻。“见龙在田”到“或跃在渊”则是在描述经济复苏的阶段。“飞龙在天”对应着“潜龙勿用”，表示繁荣的顶点。之后，周期开始进入下行阶段，对应的卦象则是“亢龙有悔”到“群龙无首”。最后，经济周期又重新回到了周期的底部。

## 经济周期和市场预测理论

在上述讨论里，我们确立了周期形成的原因和周期运行的规律，那么我们应该如何把这些周期运行的规律用于市场预测呢？

如果市场是经济的反映，那么市场运行的周期也应该反映着经济运行的周期。如前所述，市场是经济的一面哈哈镜，是经济运行的一种扭曲而夸大的反映，这种市场的扭曲体现在市场波动的幅度比经济波动的幅度要大，但趋势是一致的。诺贝尔经济学奖得主罗伯特·希勒的研究显示，市场的波动只能被一小部分的经济基本面变化所解释。绝大部分市场波动，是无法用经济基本面的变化来解释的。如果经济周期运行的基本单位时间大约是3.5年，同时更长的经济周期由数个3.5年的短周期互相嵌套构成，那么市场价格运行的时间周期也应该反映这个规律。

我的研究发现，一个3.5年的短周期里大约有850个交易日。每个月平均有20.2个交易日，一年里有242.4个交易日，经过3.5年的时间，进而形成了一个有848.4个交易日的市场周期，也就是上述大约850天的市场周期。以这个850天的时间长度计算出来的、简单的市场价格移动均线，对于预测

市场的趋势非常有效。对于上海证券综合指数（以下简称上证指数）来说，这条简单的850天移动均线，在过去近30年每一个关键的拐点，都形成了一个支持或压力的点位。而对于美国的标普指数来说，这条850天移动均线则是过去几十年的上升趋势线。每次标普指数上升的趋势被打破，都表现在标普指数现价与这条850天移动均线的关系上：当标普指数显著跌破这条850天移动均线的时候，往往伴随着严重的经济危机。

一般来说，在全球各个重要的市场指数的运行周期里，都可以找到这条850天移动均线的影子。比如，道琼斯指数的850天移动均线的运行规律与标普指数类似。而中国香港的恒生指数的运行周期，则体现出了3~5个3.5年的周期叠加的运行规律。用10.5年（3个3.5年的短周期嵌套）和17.5年（5个3.5年的短周期嵌套）的时间长度做出来的恒生指数移动均线，是恒生指数运行的长期上升趋势线。在2020年3月全球市场史诗级暴跌的时候，标普指数每一个下跌的关键点位都密切对应着这个850天的市场周期。更有意思的是，从850天周期推算出来的、3月的这些下跌期间的关键点位，对应的是指数下跌的黄金分割点。比如，两倍850天移动均线，也就是标普指数1700天的移动均线，约为2300点。这个两倍850天移动均线的2300点的位置，恰恰对应的是2020年3月暴跌的底部，同时也正好等于2018年第四季度暴跌时的最低点——2300点，而2300点也正好是标普指数从3348点的周期顶峰回调38.2%的黄金分割点。更有意思的是，从850天周期推算出来的、2020年3月的三倍850天移动均线约等于2000点，大致等于标普指数从3348点的周期顶峰回调50%的黄金分割点。而2020年3月暴跌的最低点出现在3月23日的大盘中，恰好在38.2%黄金分割回撤点2300点附近。

注意，虽然我在上述讨论中运用了很多技术分析的名词，但是我进行的并不是技术分析。我的850天移动均线叠加预测系统，是从自己的3.5年经济短周期嵌套理论的基础上反推出来的。在2020年3月市场史诗级暴跌的时候，我公布的这些点位计算预测都是实时的，都可以在我的微博上找到。当时，我在微博上实时提供的有关下跌过程关键点位的预测，回头来看大致是正确的。在市场价格当时几乎每周都出现数倍方差之外的暴跌，暴跌出现的概率是几亿分之一，甚至几十亿分之一的情况下，以我的建立在经济周期理论上的850天移动均线，以及衍生出来的叠加周期（两个850天周期、三个850天周期）和时间单位（分钟、小时、天、周、月、年）推导出来的市场关键点位，只比实际市场出现的价格有3%左右的偏差。这些市场周期理论的实际运用和观察，不可能是巧合。这个以周期运行为基础的交易理论，在过去几十年的市场历史中不断被验证，在2020年的史诗级暴跌中为投资者指引了方向，也将在未来继续有效。

央行选择非对称性货币政策的恶果，除了越来越大的资本市场泡沫和波动

越来越大的市场周期，就是长期趋势性的弱通胀，甚至是通缩的压力。格林斯潘之前的美联储主席一直保持着美联储相对于美国政府的独立性。美联储并非美国政府的一部分，而是一个半公共半私人的机构。即便如此，美国国会理论上仍然有权力通过立法干预美联储的货币政策选择，甚至解散这个机构。尽管美联储主席的任命是由总统提名的，但美联储最著名的主席之一——保罗·沃尔克，不惜冒着与里根政府决裂的风险，顶着巨大的政治压力也要进行大幅的加息和货币紧缩，以缓解当时高企不下的通胀压力。然而，现在美联储这种政治独立的风骨似乎已经荡然无存了。

## 社会的不均

沃尔克之后的美联储主席，虽然对货币政策的效用和把控炉火纯青，尤其是对货币政策作用于市场价格的操控了然于胸，但是他们的政治风骨，也就是美联储相对于美国政府的独立性，似乎大打折扣。格林斯潘在共和党和民主党之间游刃有余，他是美联储历史上任职时间第二长的主席，任期跨越了从里根到老布什，再到克林顿和小布什这几位美国总统。格林斯潘的人生高光点，不是他历次拯救市场，把市场从万劫不复的深渊边缘拯救回来，从而为他赢得了市场的膜拜和“大师”的称号，而是他在1996年提出的劳动生产率快速提高和劳工报酬增长的速度之间的关系，以及通胀压力的方向。格林斯潘认为，只要劳动生产率增长的速度快于劳工报酬增长的速度，那么通胀的压力就很难抬头。于是，美联储继续实行宽松的货币政策，通胀也没有成为很严重的问题。这个劳动生产率和通胀之间的关系的理论，在提出的时候市场和学界都是持反对意见的。然而，格林斯潘力排众议，最终证明了这个理论观察的正确性。这为当时美联储货币政策的选择，提供了扎实的理论基础。

当然，我们并不知道，格林斯潘提出这个劳动生产率的理论是否只是为了当时实施宽松的货币政策寻找理论基础，是不是先有了目标结论再去寻找可以证明结论的论据。但无论如何，在1997年亚洲金融风暴和1998年俄罗斯的历史性债务违约导致当时最大和最显赫的对冲基金之一——长期资本管理公司倒闭之后，美联储宽松的货币政策使市场避免了又一次的灭顶之灾。尽管1997年的亚洲金融风暴“猎杀”了亚洲当时的后起之秀“亚洲四小虎”，然而在格林斯潘领导的美联储的呵护之下，美国经济持续繁荣，纳斯达克指数的泡沫越吹越大，一直到2000年3月。

格林斯潘早年在纽约最好的艺术学院茱莉亚学院学习管弦乐器。虽然后来他选择了不同的职业生涯，并获得了巨大的成功，但内向的个性让他在各种政治场合里都显得格格不入。然而，正是这样一个害羞腼腆的音乐家，却在复杂的美国政坛上表现出超人的政治智慧。否则，我们如何解释他成功游走于共和党和民主党之间近20年？格林斯潘的政治情商，从他与市场

沟通的方式上就可以看得一清二楚。比如，他与市场沟通货币政策的时候，措辞总是模棱两可的，不同的人可以听出不同的含义，可以有不同的解释。在格林斯潘退休之后，他的传记书作者问他给出这样模糊的措辞是不是有意为之，格林斯潘很坦白地说："那当然。否则我怎么能保持央行的政治独立性，还要让大家都满意呢？"格林斯潘的沟通如此含混不清，以至市场当年不得不从这位大师言谈举止中的蛛丝马迹来解读美联储的货币政策。当年，一个被市场广泛接受的解读就是，当格林斯潘拿着一个鼓鼓囊囊的公文包进入会场的时候，他一定是随身带着很多文件，所以一定是有很重要的政策要宣布。后来，在格林斯潘退休之后，有人问他当年市场的这个解读是否正确时，格林斯潘笑着说："其实那得看我太太那天有没有给我打包午饭。"当被进一步追问是否带了午饭就表示工作很繁忙，意味着将要宣布的政策很重要时，格林斯潘笑而不语。

央行明显的货币宽松倾向从格林斯潘就任时就正式开始了，并且一发不可收。美联储坚持的理性预期理论和市场投机理论在市场泡沫破灭后的政策选择都是一致的，也就是要大幅放宽货币政策，帮助市场尽快修复，重新回到上行的趋势。然而，美联储在泡沫产生之前对于资产泡沫的绥靖政策，不仅使泡沫破灭后需要进行的宽松货币政策的力度越来越大，还使经济离最优的均衡点越来越远，在次优的均衡点上则越陷越深。在这个次优的均衡点上，社会资源并没有被充分分配和利用，从而直接导致了消费不足和社会贫富悬殊的现象，并且这种现象不断加剧。

如前所述，央行的货币政策并不能改变企业家对于实业投资回报的预期，这个预期是由实体经济里的投资机会决定的。央行的货币政策可以做到的，只是要不断降低投资回报的门槛，让很多之前在利率更高的情形下无法投资的低质量的项目可以获得投资，比如美国的页岩气行业。同时，不断下降的市场利率也让很多市场里本应该破产的"僵尸企业"得以苟延残喘，比如在2020年新冠肺炎疫情中暴露出来的一系列不得不动用美联储借款便利的企业。投资于低效甚至是无效的项目，只能维持整个实体经济的规模以资金成本增加的速度扩张，并不能提高生产效率，社会也无法进步。众所周知，当一个企业的投资回报等于其资金成本的时候，企业账面价值的变化就等于投入的资金。投入一块钱，企业账面价值就增加一块钱，而并非多于一块钱。这种增长是用钱买回来的，对于整个社会经济的增长来说，也是如此。利率的确可以降到零以下，但这时社会整体的生产力水平并没有得到提高，而投资和储蓄的奖惩机制却被扭曲。社会顶层由于资源丰富，可以尽情地享受低利率的优势来积累财富，不断地剥削工人的剩余价值，所以社会越来越分裂。同时，由于社会顶层的消费倾向低于社会中层和底层，也就是说，社会顶层人群的消费相对于他们的收入的占比，比社会中层和底层的人群要小得多。这个现象进一步加剧了有效消费不足的产生。

想象一下，一个实体经济里，90%的底层人群与10%的顶层人群平均分配国民收入——90%的底层人群获得50%的国民收入，同时10%的顶层人群也获得50%的国民收入。这就是美国社会的现状。许多其他国家社会贫富悬殊的现象虽然没有那么严重，但是也和美国类似。对于社会里90%的底层人群来说，收入的增长持续落后于他们劳动生产率的增长。在这样的经济体里，供给一定是经常过剩的。这是因为缓慢的收入增长无法刺激需求，同时快速提高的劳动生产率则使供给不断增加。最终，市场商品价格将会下跌。因此，严重并日益恶化的收入不均是全球经济在复苏了近10年之后仍然受到通缩威胁的最主要原因，也是不断实施宽松货币政策的恶果。

2014年以来，工人工资的增长速度似乎开始超过劳动生产率的增长速度，通胀压力也在静静爬升。然而，收入不均的恶化抑制了通胀上升的速度，这让央行官员有更多的余地去做量化宽松试验。这样温和的通货膨胀以及极度宽松的货币政策，意味着财富集中的程度比收入更甚，使资本市场更容易出现泡沫，而经济、市场对于利率的微小变动也更脆弱。美国的收入不均已经接近两次世界大战和大萧条之前的水平。如果以史为鉴，社会巨变似乎将至。历史上，在这些灾难性的事件发生之前，收入不均的现象都持续了很长一段时间，并保持着相对稳定的状态。如果没有主动的社会体系改革，收入不均就将在未来一段时间里维持现状。2020年的新冠肺炎疫情无情地揭露了美国社会贫富差距过大的现状，美国还掀起了“Black Lives Matter”（黑人的命也是命）的社会运动。

能够让美联储有不断实施宽松货币政策的空间，除了不断下行的弱通胀，甚至通缩的压力，还有美元作为全球储备货币的特殊地位。美元作为储备货币的地位让建立在美元债务基础上的货币宽松形成了闭环。理论上，美联储的资产负债表是可以无限扩大的。因此，美国的负债不同于新兴市场的许多国家，是本币美元负债，而非外币负债。只要美元保持储备货币地位，美国的负债能力在理论上就是无限的。这个与许多西方观察家看到中国2009年之后负债的急剧飙升而唱空中国，最终却失败的原因是一样的——中国大部分的负债也是本币负债。只要中国人民银行拥有印发人民币的权力，那么中国的负债能力在理论上也是接近无限的，更遑论中国这么多年以来积累的巨额储蓄了。与日本20世纪90年代之后的状况类似，中国有着丰厚的储蓄和印发本币的能力。

当然，负债也不是毫无成本的。负债不断上升，即使利率不断下降，利息的负担也在不断上升，还有到期的本金。维持负债规模，不让其崩塌，主要是通过增加税收，以及货币贬值和通胀实现的。显然，增加税收虽然是一个可行的解决方案，但它也是最不受欢迎的政策，尤其是对富人征税，这样的政策一定会遭到选民的一致反对。如果当不上总统，即便有增加税

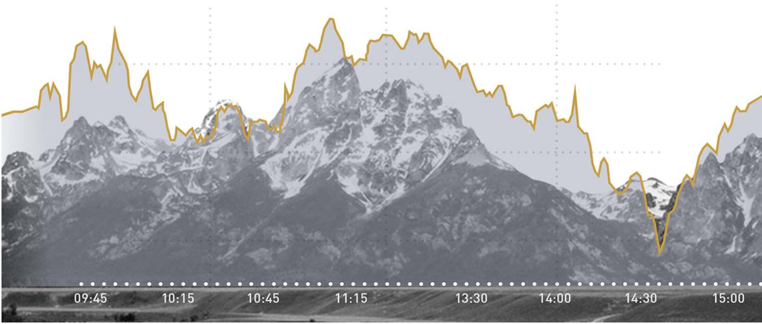
收的豪情壮志，也是枉然。所以逻辑上只剩下另一个选择，就是货币贬值和通胀。通胀可以让未来等值的债务的实际负担悄悄减少。因此，一直以来，通过通胀来减轻债务负担都是一剂良方。由于部分美债的持有人是外国主体，美元贬值意味着这些主体手上持有的美债的价值相较于之前有所减少，所以美国政府的债务负担也就由此减轻了。

这个政策选择，只是一种两害相较取其轻的做法，也必将损害美元信用。自从20世纪70年代脱离了金本位制，美元的购买力已经下降超过90%，美元信用其实受到了极大的破坏。欧元的崛起和人民币未来的国际化，都是美元信用下降的折射。从美元自身的周期来看，美元已经开始进入一个走弱的周期，美元开始贬值的趋势随着美联储无底线的印钱越发明显。在2020年4月CNBC（美国消费者新闻与商业频道）的一次专访中，现任美联储主席鲍威尔详细讨论了美联储的货币政策选择。主持人问鲍威尔如何实施他的宽松货币政策，鲍威尔说："其实我们就是在印钱。理论上，美联储可以无限印钱，并发放到美国人的手里。"这个回答与之前格林斯潘对于宽松货币政策的回答相比，已经再没有任何的掩饰。甚至在伯南克时期和耶伦时期，为了稳定市场波动，帮助经济增长，他们还用了"量化宽松"这种技术名词来做掩护，隐瞒美联储真实的货币政策动机。到了鲍威尔时期，美联储已经觉得没有任何掩饰的必要了。或者鲍威尔切身地感受到来自特朗普总统和其他政客的政治压力，美联储完全失去了政策独立性。

格林斯潘在任的时候，市场问他的货币政策是如何构思形成的，他回答说："有的时候是早上上班前泡在浴缸里想出来的。"这是一种令人耳目一新的构思政策的方法。曾经，阿基米德泡在浴缸里想出了浮力定律，格林斯潘也很应景地泡在浴缸里想出了如何"放水救市"的政策。格林斯潘在学术和市场方面的成就毋庸置疑。然而，由于以美联储为代表的央行官员偏好宽松货币政策，经济周期的起伏愈演愈烈，市场泡沫越发严重，社会分裂越发悬殊，美元的国际地位没落也逐步揭幕。

# 第一章

# 沉寂的风险



未来就孕育在当下。

——伏尔泰

## 美元体系隐忧渐显

想象一下，在一个以美元为主导的世界经济体系里，大宗商品如原油、黄金等都以美元定价，商品交换以美元为媒介，各国央行以美债和小部分黄金作为储备资产，随着过去40年美联储不断降低基准利率，美元随之系统性地贬值，表面上非美国家以美元举债的成本似乎越来越低，美元债务体量因此越来越高，但以债务总量和GDP（国内生产总值）的比例来计算，全球的债务负担在低利率的环境里越发沉重。低利率成为负债的借口，而非解药。

在这样一个世界里，当系统性风险间歇性飙升的时候，出于避险需求买入美元导致美元升值，非美国家以美元计价的债务负担加重，全球系统对于美元的需求因而进一步上升，以美元定价的各类资产则因美元升值而价格暴跌。这时，作为全球流动性系统的“最后守护人”，美联储不得不重启印钞机，为全球金融市场注入美元流动性。然后，市场风险消退，利率舒缓，美元走软，新一轮美元的债务周期又重新开始。在这个系统里，由于美国财政部和美联储垄断全球安全资产的供应，其他各国不得不臣服。

如今，全球利率水平已经到了史无前例的最低点。2020年4月以来，由于原油价格暴跌、全球经济衰退，市场对于通缩的预期快速升温。也就是说，市场对于美联储在未来很长一段时间内维持零利率，甚至极有可能走向负利率开始产生强烈的预期。前文讨论的美元体系的循环，只是一个建立在历史经验观察之上的合理推论。然而，从来没有人见过美元负利率。因此，以往的历史经验并不能够告诉我们，在美元负利率的情况下，上述的美元循环体系是否仍然成立。在未来的岁月里，我们将在未知的海域航行，只能依靠逻辑推论作为我们的航海仪。

现有的以美元为主导的全球经济体系的关键之一是美元信用。过去，美国为了享受美元作为全球各国首选的储备货币所带来的益处，不得不消耗大量资源在全球布局，构建美元体系。为了维护美元信用，美国在全球派驻军队，不时出兵插手别国内政，以维护和平之状巩固其世界霸权。同时，在全球金融市场出现系统性风险的时候，美联储也不惜放任美元贬值，通过印钞注入美元流动性。

然而，在特朗普当选美国总统之后，他更在乎的是美国与别国短期的双边

博弈，从而为美国争取短期的单边利益。特朗普的这种全球策略，逐渐改变了美国之前和全球社会合作共赢的关系。特朗普的“交易的艺术”的确为美国争取了许多短期的表面利益，比如建立了美墨边境之墙，修改移民法案，退出《跨太平洋伙伴关系协定》和《北美自由贸易协定》，欲强迫欧盟为美国驻军北大西洋公约组织支付军费，等等。但全球经济体系的支柱——美元信用，却正在被特朗普的这些短视之举逐渐消耗（见图1.1）。

在之前的全球金融体系里，美国不断降低利率，导致美元贬值和以美元定价的资产升值，并以此创造全球非美国家对于美元资产的需求。在这样的系统里，只要美元信用不被根本动摇，系统的自我循环似乎可以不断延续——美国似乎创造出了传说中不可能出现的、永不停歇的永动机。然而，这也是一个美国通过美元体系不断向外国转嫁危机成本的系统。因为在这样的系统里，只有美联储能够创造足够的“安全资产”，来满足各国对于美元资产的需求——只要在这个系统里交易，各个系统参与者就必须要持有美元，所以就会产生对美元资产的需求。每一次危机，对于美国来说，反而成了其巩固美元霸权的机会。基辛格曾说：“掌握了石油，你就掌握了一个国家；掌握了粮食，你就掌握了一国的人民。”可以讽刺地补充一句：掌握了美元，你就掌握了整个世界。

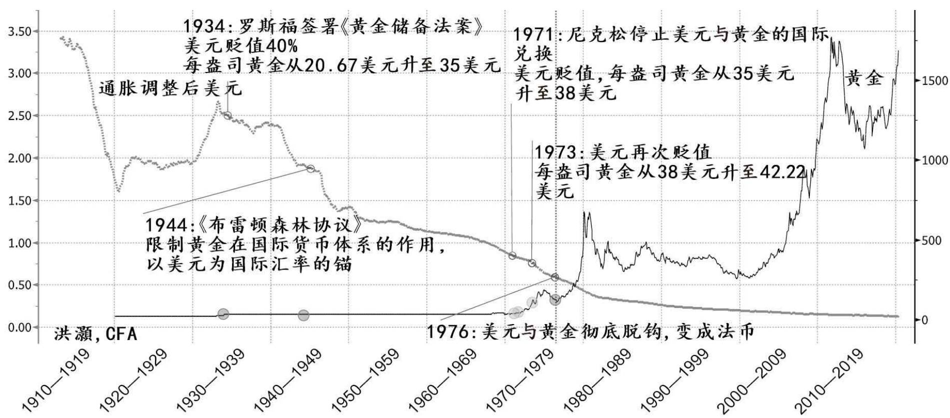



图**1.1** 美元信用被不断消耗，体现为黄金价格不断飙升

注：美元指数（左轴），黄金价格（右轴，美元每盎司）。
数据来源：美国劳工统计局，彭博，作者计算。

在图1.2中，我对比了20世纪60年代以来美元和美国GDP增速的长期走势。我对两个经济变量做了一些量化处理，进行了周期性的计算调整，用我的短、中周期的3.5年和10.5年（3个3.5年）的周期长度来度量两个变量

的长期变化趋势（我将在后文详细讨论我的周期嵌套理论）。从图1.2中可以清晰地看到，美元和美国GDP增速从长期趋势来看是在下行的，并体现出密切的相关性。虽然相关性并不一定就是因果关系，但根据历史数据和图形，我们可以推论的是，美元是美国相对竞争力的体现。而这个相对竞争力，正随着美元的泛滥而被不断削弱。

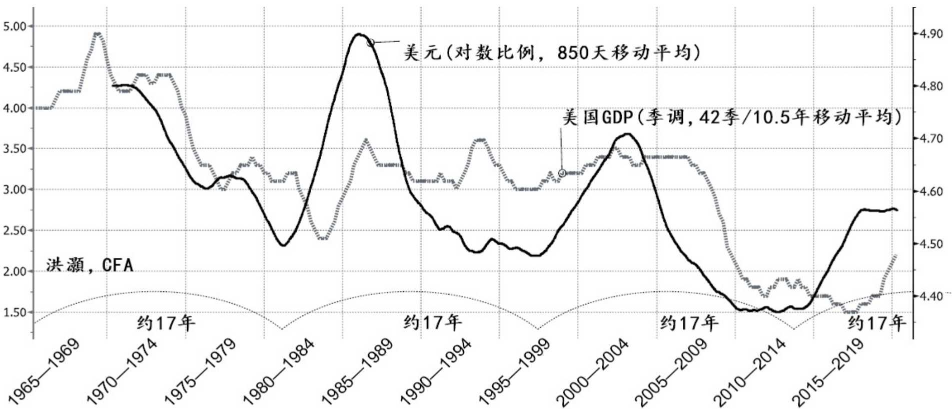



图**1.2** 美元和美国**GDP**增速的长期下行趋势：越来越低的高点和低点

注：图中的美元汇率走势是对数比例（左轴），并计算了850天移动平均。美国的GDP增速（右轴）是季调后的季度数据，再计算42个季度，也就是10.5年的移动平均。850个交易日约等于3.5年，3个3.5年的短周期等于一个10.5年的中周期。对于这些周期持续的时间长度，以及中短周期如何互相嵌套，会在后文关于周期的讨论里详解。
数据来源：美国经济分析局，彭博，作者计算。

简单地说，如果一个系统只能依赖大量提供美元流动性来缓解经济周期中按照一定频率出现的经济危机和金融危机，那么从长期来看这个系统的美元供应量相对于需求肯定是过剩的。这是因为危机之后，系统多增的美元并没有被回收。这体现在美联储的资产负债表的不断扩大，尤其是在危机时期的剧烈扩大，一如2008年和现在。国际清算银行的数据显示，美元在全球支付系统中所占的百分比并没有下降。但是，美元信用的弱化最直观的体现，是美元汇率长期不断贬值。图1.2中的美元汇率长期趋势性下行，体现在它的峰值和谷底长期都在不断下降。现在，这个美元信用周期的重要指标，再一次运行到了这一轮周期的顶部峰值。

当下，在美联储基准利率预期即将转负的环境里，市场中的一个新的货币经济理论——现代货币理论甚嚣尘上。如果上述系统循环在美元负利率环

境里可以持续，那么现代货币理论将颠覆传统的货币经济学理论。然而，这个系统循环取决于几个重要的条件：美元信用的维持，经济体量的增长远远快于债务膨胀的速度，以及经济增长率远远高于利率。上文提到，长期的历史数据证明，美元信用正在长期趋势性下降，逻辑上心甘情愿持有美元资产的人将越来越少。比如，2020年3月以后，美国财政部为了刺激经济而发行的新的美国国债，大部分都是美联储自己购买的。同时，2020年以来，中国和俄罗斯都大幅减持了美国国债。因此，美元债务的发行很难再像以前那样无缝衔接了，利率最终将会回升。如果美元债务膨胀的速度远远快于美国经济体量的增长，或者经济增速远低于美元利率，那么这样的实体经济的举债行为对于其经济发展来说是不会产生任何实际的经济效益的，甚至会产生负面的经济效益。

美国现在正处于借新债滚旧债的阶段，也就是明斯基定义的信贷周期里借新还旧的第二阶段，并且正在慢慢地向第三阶段庞氏骗局迈进。可以想象，这些新增的、为了应对危机的负债，是很难有生产效率的。或者说，债务的增长并不对应着生产性资产的扩大和社会生产力的提高。显而易见，这样的负债是无效的。它维持下去的唯一逻辑，就是假设美国可以“大而不倒”，归根结底也就是美元信用的问题。不幸的是，虽然美元信用的矛盾已经浮现，但很难预测这个矛盾到底什么时候会全面爆发。宏观的变化刚开始往往是难以觉察的，并以缓慢的速度逐渐发展，直至最后以山崩地裂之势突现眼前。

## 新冠肺炎疫情之下市场预测的方法和结果

2019年末，距离1929年的大萧条正好90周年，距离2009年的大衰退正好10周年。这时，一场影响全球的疫情正在悄悄暴发，逐渐蔓延。最后，全球几乎都受到新冠肺炎疫情的影响，陷入了1929年大萧条以来最严重的经济衰退。在2020年4月短短的4周内，美国的失业人数就超过了2000万，瞬间抹去了2009年大衰退以来10年里创造的就业岗位。在2020年5月，美国的经济数据甚至还在恶化。全球市场对于这次突如其来的经济危机的反应异常剧烈。主要股指下跌的速度和烈度，都超过了1929年股市暴跌的第一阶段。危机前曾被认为是美国经济历史上最长的一次经济扩张和最长的一波牛市，在短短的几周之内就变成了历史上最暴烈的熊市。

由于市场超预期暴跌，市场对于这次危机的共识是：这是市场历史上最大的一只“黑天鹅”。然而，事实却并非如此。学者对于“黑天鹅”事件的研究由来已久。早在公元2世纪，古罗马诗人朱文纳尔就描写过一种“地球上非常稀有的鸟类，就像黑天鹅”，这是对于类似“黑天鹅”概念最早的描述。学界普遍认为，“黑天鹅”这个词条便由此而来。一般来说，“黑天鹅”事件有三个特征：非常罕见；影响严重；无法预测，只能事后回溯才能反应过

来。这次新冠肺炎疫情只符合“黑天鹅”事件的三个特征中的一个——它对于经济的影响的确非常严重，如前所述，全球经济因此陷入了大萧条以来最严重的衰退。然而，其他两个特征——非常罕见和无法预测——其实并不符合。

冠状病毒其实是一个大的病毒群组，在日常生活中并不罕见，每年春季暴发的流感就属于这种病毒。因此，在新冠肺炎疫情初期，很多人认为这只是流感的一种。2003年肆虐中国的“非典”病毒，2009年在美国暴发的H1N1（甲型流感病毒），2012年在沙特阿拉伯发现的MERS（中东呼吸综合征）病毒，都属于冠状病毒。在这次疫情初期，由于对新型冠状病毒并不十分了解，很多人都将其与2003年的“非典”病毒进行类比。然而，“非典”病毒一般是病人到了发病症状比较明显的后期才开始传染的，因此比较容易发现并控制。而对于新型冠状病毒，病毒学家后来才发现，虽然这种病毒的死亡率远低于“非典”，但是它的传染性极强，可以通过空气、接触、气溶胶等媒介传染。后来甚至发现，新型冠状病毒居然可以无症状传染。美国纽约的一次病毒检测发现，被检测的人中有50%以上都带着病毒，但很多人并无相关症状。美国监狱中对囚犯的病毒检测发现，大部分囚犯的检测为阳性。由于人类社会过去20年暴发过数次大规模的冠状病毒疫情，所以本次疫情的暴发，虽然发生得很突然并影响巨大，但是并不罕见。

那么，新冠肺炎疫情对于经济的影响是否可以预测？在回答这个问题之前，让我们先定义一下“是否可以预测”这个概念。预测的结果往往不是百分之百准确的。因此，在做预测的时候，更重要的是以合理的逻辑推演出几个场景，以及每个场景可能导致的结果，并给每个场景做一个出现概率的评测。我们一般提出的预测，是那些可能场景里的一个或几个最可能发生的，也就是出现概率最大的场景。

在投资预测里，我们一般会推算每个场景将产生的回报，并乘以相关的概率以进行预期值的计算。这就是为什么那些每天都斩钉截铁地宣告将会发生什么的人，其实并不是一个好的预测者，因为那样的预测其实根本就是不可能的。预测者一般会提出最可能的场景，并用一些限定词，如“可能”“很可能”“非常可能”“大概率”“将要”等，来逐级表达预测者对于场景出现的信心。“很可能”“非常可能”的事件出现的概率应该是在3/4以上的。而“将要”的事件出现的概率就基本上接近百分之百了。出现概率为百分之百的事件并不常见，但在我回国正式研究中国市场的10年里还是时有发生的。比如，2013年6月中国货币史上史无前例的“钱荒”事件；2015年6月中国股市泡沫破灭；2018年第四季度美股阶段性见顶，并随后以暴跌迎接大萧条以来最差的圣诞节；2020年3月全球市场历史性的暴跌。在这些重大的市场危机发生前，我都曾为投资者提前预警。这些预警在我的微博

上，以及我的研究报告里都有详细的讨论和记载，有些预警甚至精确到了事件发生的当天（在后面章节讨论预测的时候，将以实际案例进一步详细讨论）。

我比较了20世纪70年代以来，铑金属的现货价格见顶和经济衰退、危机出现的时间节点。自20世纪70年代起，每一次铑金属价格飙升见顶的时候，严重的经济危机就随之而来。这个规律的出现，主要是因为铑是处理汽车尾气的重要材料。一般来说，对于像汽车这种大型可选消费品的需求，在经济周期见顶的时候将明显回落，从而导致铑的价格见顶暴跌。换句话说，铑这种金属，由于其需求具有极度可选性，所以对经济周期的运行非常敏感，可以说是经济周期的一种另类指标。2020年1月13日，我在微博上分享了关于这个研究的一张有趣的图（见图1.3），图中显示了2004—2020年铑的价格、李宁股价和美国12个月内经济衰退概率的相关关系。




图**1.3** 铑的价格、李宁股价和美国**12**个月内经济衰退概率＝**100%**

注：李宁股价（左轴外，港元），美国12个月内经济衰退概率（左轴内），铑的价格（右轴，美元每盎司）。
数据来源：庄信万丰，彭博，香港交易所，作者计算。

当时，有人认为现在新能源汽车的发展使处理汽车尾气的需求减少，因此铑作为一个另类的经济周期指标的作用也将减弱。然而，2019年新能源汽车销量只占汽车总销量的不到5%。因此，铑的需求和价格仍然可以作为经济周期的先行指标。2020年1月，在全球市场继续涨势汹涌的时候，这个另类指标提前预警了经济衰退的风险。

在图1.3中，我把铑的价格与彭博的一组金融、经济数据结合起来，推算美国经济在12个月内衰退的概率，并将其与在中国香港上市的、著名的体育用品公司李宁的股价做了对比。可以看到，这3个变量在过去10多年里

的相关性非常强，几乎同时见顶和见底。在当前的这个周期里，铑的价格和李宁的股票价格都在2020年1月末见顶并大幅回调。新冠肺炎疫情在全球暴发之后，彭博估算的、美国12个月内经济衰退的概率上升到了100%。在2020年4月短短的4周内，美国的失业人数超过了2000万，一口气抹去了2009年大衰退以来的10年里创造的就业岗位。虽然部分失业或许只是暂时性的，尤其是服务行业，但是新型冠状病毒很可能将永远改变我们的生活方式。部分岗位即使不是永久性消失，也会持续很长一段时间。比如，在2001年“9·11”恐怖袭击事件之后，美国国内的航空客运量在7年多之后才回到2001年的水平。

当然，对于经济的预测并不能仅仅依赖于一个或少数几个另类的周期指标，那样做显得有些太儿戏了，也会因为论据过于单薄而很难说服大众。我的经济周期运行的量化模型，是一个建立在多组综合的经济和金融市场数据上的合成的量化模型。2020年初，我的经济周期模型预示着2020年的下半年至2021年的上半年将是经济中周期见顶回落的关键时间窗口。由于这将是一个高阶级别周期的拐点，所以在拐点到来的时候市场的表现形式将尤其剧烈。这些对未来的经济周期见顶的预警，在2020年初市场一片看好唱多的声音里，显得非常另类，甚至格外刺耳。而这些对于未来谨慎的预测，和当时铑的价格逐步见顶的现象吻合。

当然，我作为一个预测者，也没有想到新冠肺炎疫情的暴发似乎让经济周期的运行加速见顶。中美两国作为全球经济增长的双引擎，经济发展骤然失速。美国经济下行的速度比20世纪30年代大萧条时期更快。而中国2020年第一季度GDP增长速度的下降，是20世纪90年代有数据以来最快的，甚至比2008年全球金融危机时还要快。有人说，新冠肺炎疫情终结了经济周期的扩张阶段。然而，我的经济周期预测模型显示，无论有没有新冠肺炎疫情，当时的经济周期都已经逐步见顶。新冠肺炎疫情只能说是一个催化剂，它充分暴露了现阶段经济周期的各种矛盾，让市场里所有的参与者都不可避免地暴露在它的冲击波之中。

以上是我的模型在2019年底到2020年初对经济周期运行的判断。对于2020年2月以来全球市场走势的预判，我也在微博上提前做了预警。2020年2月15日，我曾一口气连续分享了3条微博，以市场价格在不同的周期顶部分形走势的极端相似性，预警了未来两周内市场将出现暴跌。当时，我在微博上比较了微软的股票价格在2000年互联网泡沫见顶时期和现在的走势，以及纳斯达克指数在1999年10月到2000年3月互联网泡沫破灭之后和2019年10月到2020年2月的股票价格走势。那天，我在微博写道：“虽不提倡以分形走势作为决策依据，但历史上最著名的、以分形走势做出历史性决策的案例，是保罗·都铎比较1929年和1987年美股走势后，‘狙击’1987年10月的黑色星期一（当然，他当时的分析有瑕疵）。美股现在的

仓位、期权交易、市场情绪非常极端，看看特斯拉。两周左右，回调风险即将飙升。”

这个对于市场暴跌的预警，基本上把时间都计算出来了，属于我之前讨论的“大概率”要发生的预测范畴。当时，美股极端的情绪、仓位、估值，以及期权市场的交易情况，都预示着市场暴跌即将展开。而新冠肺炎疫情在全球的蔓延，成为最明确的市场暴跌的催化剂。2020年2月20日，在我预警约一周之后，美国市场开启了史诗级别的暴跌。

# 百年变局

## 1929年大崩盘

1929年的大崩盘发生在20世纪20年代后期股票市场投机热潮之后。在20世纪20年代后期，钢铁生产、建筑施工、零售、新车登记，甚至铁路收费都不断增长。在1929年的前6个月中，500多家制造和贸易公司的合并净利润，比1928年上半年增长了近40%，刷新了1928年上半年利润的增长纪录。钢铁行业股票价格翻倍，领先大市。当时市场的暴涨引发了越来越多的股市投机和炒作，导致成千上万没有投资经验的美国人纷纷跻身于股票市场。这些新手中有很大一部分是借钱融资入市的。到了1929年8月大崩盘前夕，股票经纪人通常向散户提供3倍以上的杠杆。当时，市场上的股票融资贷款超过了85亿美元，比当时美国全部流通的货币总量还要多。

1929年年中，小麦的丰收导致这种重要的粮食作物的价格开始下跌。其他许多重要的经济先行指标也开始放缓，甚至下降，包括汽车销量、房地产销量和钢铁产量等。农产品价格和工业产出的下行削弱了美国市场的信心，美国股市在1929年9月3日达到381.17的峰值，然后开始摇摇欲坠。到了9月底，市场其实已从最高峰下跌了约10%。到了10月，市场抛售加剧，大部分暴跌的日子里穿插着几天短暂的技术性反弹。从10月21日的那一周开始情况剧变，大规模的恐慌性抛售出现在10月24日、28日，并在10月29日的“黑色星期二”加剧，达到股市大崩盘的高潮。

在经历了1929年大崩盘之后，世界各地的股票市场出台了一些熔断措施，希望在市场出现暴跌的情况时暂停交易，防止恐慌性的抛售。然而，1987年10月19日的“黑色星期一”，道琼斯指数单日暴跌22.6%。2020年3月16日的“黑色星期一”，道琼斯指数再次在一天内暴跌12.9%。这两个“黑色星期一”市场的崩盘，都比1929年大崩盘时单日的跌幅要大，尽管1929年10月28—29日的总跌幅仍是有史以来最惨烈的两天内的总跌幅（见图1.4）。

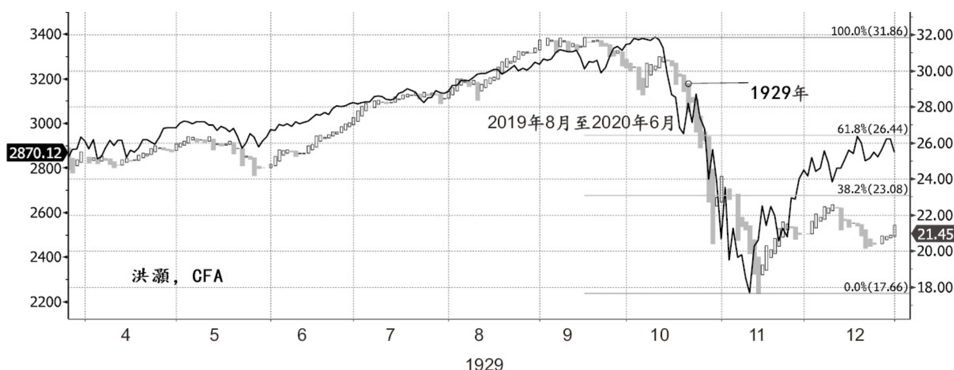



图1.4 标普指数在1929年和2019年8月至2020年6月的走势比较

注：1929年标普指数（右轴），2019年8月至2020年6月标普指数（左轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

在1929年大崩盘之后，人们对美国金融系统的信心尽失。从1930年秋天开始，美国南部各州出现了银行挤兑的现象。随后，挤兑潮愈演愈烈，一直持续到1932年冬季。1931年秋天，一次做空英镑的偷袭使英格兰银行无法偿付英镑兑黄金的承诺，英国不得不暂时放弃金本位制，金融危机恶化。在金本位体系中，一国货币的价值与黄金挂钩，美国民众开始担心美国也会脱离金本位制，许多人开始从银行提现，并将钱转换成黄金。这种挤兑银行的行为直接导致了更多银行破产，并迅速消耗着美国的黄金储备。

1933年，罗斯福在总统大选时压倒性地战胜了共和党对手、竞选连任的胡佛总统。3月初上任后，罗斯福立即宣布了全国的“银行假期”，关闭美国所有银行，直到通过联邦检查确定它们的偿付能力后，才能重新开张。同时，罗斯福呼吁国会制定新的紧急银行法，以进一步援助陷入困境的美国金融机构。

1933年3月12日，也就是上任后大约一个星期，罗斯福开始了他的所谓“炉边谈话”，通过收音机直接和美国民众对话。在第一次“炉边谈话”中，罗斯福讨论了银行危机，解释了关闭所有银行背后的逻辑，并指出：“你们投票选出来的政府不打算重复过去几年的历史。我们不希望，也不会再有大批银行倒闭。”罗斯福还说道：“朋友们，我可以向你们保证，将钱存放在重新开张的银行里要比放在床垫下更安全。”大萧条时期，美国还成立了联邦存款保险公司，旨在保护银行存款人的利益，以确保民众对美国银行体系的信任。这一系列的措施帮助人们恢复了对美国银

行系统的信任，终结了当时挤兑银行的恐慌。

大崩盘前市场的暴涨鼓励了更多人参与市场投机，进一步推动股票价格上涨和市场泡沫。由于很多股票仓位是融资买入的，如果市场下跌，甚至只要涨得不够快，投资者都将损失惨重。1929年9月，标普指数市盈率是33倍，明显高于历史平均水平。经济学家约翰·肯尼思·加尔布雷思认为，这种非理性的市场繁荣导致许多人将积蓄投入当时高盛发售的一些加了杠杆的结构性投资产品中。最终，这些结构性产品在大崩盘中幻灭了，给当时美国的银行体系造成了相当于现在约6000亿美元的损失。难怪1929年的大崩盘给人们留下了如此深刻的印象。同时，1929年的大崩盘也为如今市场的巨幅波动提供了一个非常好的参照物。

## 2020年大崩盘——中国市场揭开全球暴跌的帷幕

2020年的全球大崩盘从中国市场开始。2020年2月春节期间，中国A股市场休市。由于疫情的蔓延，海外投资者对冲风险的需求飙升，海外与中国相关的资产因而成了对冲工具。从1月24日到1月31日，这些作为中国大陆参照物的资产价格纷纷暴跌：恒生指数跌了5.7%，恒生中国企业指数跌了6.5%，富时中国A50指数期货跌了7.1%，安硕富时A50中国指数ETF（交易型开放式指数基金）跌了7.6%。

当时，很多市场观察者指出，在2003年的“非典”疫情中，随着感染病例达到峰值，市场也同时见底并复苏。在其他疫情期间，市场也有类似的表现。例如，2009年美国的H1N1疫情，感染人数过多，最终导致美国疾病控制与预防中心因资源有限而放弃记录疫情数据。然而，当时市场在2009年3月见底，在4月H1N1疫情暴发时回调，随后接着上涨。因此，当时市场中人们大都认为2020年2月3日星期一A股开盘后市场会快速寻底，然后走出类似前述几次疫情时的行情。对此，我们认为市场对于疫情期间行情的思考不够充分。

对于疫情发展的认知是不断更新的。尤其在2003年“非典”疫情期间，有关部门认清事态后，国际社会开始全程投入。2003年4月感染病例的峰值基本和当年春节期间的病例峰值相当。同时，“非典”病毒的感染性是在病人有症状之后才开始暴发的，这种特征使“非典”病例更可控，在认清病源之后更容易厘清传染路径，疫情峰值的预测也相对更有效。然而，这次的新冠肺炎的传染性极强，潜伏期长，甚至出现了无症状传染。这些情况增加了疫情预测的难度。与其说“非典”疫情期间市场底部预见了疫情峰值，还不如说是疫情峰值的预测可靠性使市场见底。

同时，我们还需要看到“非典”和H1N1的疫情峰值也恰好在当时经济周期运行的底部。疫情暴发前，美联储为了应对2002年和2008年的美国经济

状况已大幅降息。因此，到了2003年、2009年经济周期已经开始复苏。疫情的暴发只是暂缓，但并不能改变经济周期的运行趋势。如今，美联储资产负债表规模已达美国GDP的20%，全球利率已到最低，宽松的货币政策的经济效应已经开始收敛。与其说是市场无惧疫情蔓延，还不如说当年市场的上升得益于宽松的货币政策使经济复苏。

我们还应该看到，在2020年春节前中国A股市场的融资总额已经达到2018年1月的水平——恰恰是2018年全球股市大熊市的时点。春节前，A股基金经理的仓位也达到了近90%，周期股、创业板和小盘股都有过较好的表现。高杠杆、高仓位、高贝塔值是风险偏好过于旺盛的显著特征。当2020年2月3日春节假期后开盘，市场有机会计入疫情最新进展对市场和经济的影响时，当天的暴跌也导致了一些融资盘的平仓和高贝塔仓位的减持。

在2020年2月3日中国A股市场开盘前，我预测A股价格当天将大幅下跌5%~7%，达到春节期间前文提及的离岸参照物的价格水平，我认为这应该是大概率事件。在2月3日A股暴跌之前，我在微博的两篇交易随笔中都预警并讨论了这些情景，并一直坚持认为当时抄底离岸中国资产为时过早。

疫情对于经济的影响是很明显的。2020年春节期间，旅游、娱乐和餐饮行业均受到了很大的冲击。同时，因出行和工期的限制，工业产出等也受到压抑。这些因素将严重拖累2020年全年GDP的增长。当然，我们也应对货币宽松有所预期。尽管疫情导致春节期间物价有上升压力，暂时限制了央行降息的空间，但存款准备金率可以继续下调，市场利率因避险的需求也应下降。以上因素，将导致上证指数的交易区间为2500（最差）到2750（基准）。这个交易区间的预测和我在2019年11月19日展望2020年的市场时预测的交易区间基本一致。最后，在2020年2月3日A股重新开盘之后，上证指数跌了7.72%，收盘为2746点，与我开盘前预测的基准情景2750点基本一致。2020年2月3日是中国股市1997年以来最差的开盘，也是2015年股灾以来最差的单日行情，同时揭开了2020年全球大崩盘的序幕。

从2020年2月8日开始，中国官方有关新冠肺炎疫情的数据显示：武汉新增确诊病例下降，湖北非武汉地区新增确诊病例下降，全国非湖北地区新增确诊病例下降，全国新增确诊病例下降，全国新增疑似病例转化数下降，全国新冠肺炎病死率稳定在约2%。这些都是判断新冠肺炎疫情未来发展的根据。2月15日后，全国新增确诊病例持续下降，湖北以外十一连降，新增疑似病例继续下降，医学观察大幅转负，全国非湖北地区传染率接近零。这进一步确定了2月8日是新冠肺炎疫情的拐点，中国市场长舒了一口气。然而，全球崩盘快要兵临城下了，市场却浑然不觉。

2月19日，中国人民银行小幅下调了回购利率，市场把此举看作央行开始开闸放水的第一步。在讨论市场时，人们认为央行要放水托底经济。但这些流动性根本进入不了实体，最后只能都去股市。然而，这样的论调，在每一次中国市场暴跌调整的时候，都不会缺席。细想一下，如果市场和央行都知道放水对实体无效，那么就不会放水。首先，虽然降准仍有很大空间，但降准不等同于放水。其次，如果央行放水，同时流动性的确进入实体，那么市场并没有太多额外的“水”来大幅抬升市场。再次，如果央行放水的确进入市场，而实体因此干涸，那么市场最终也只是无源之水。最后，市场会提前对央行将要放水托底实体的可能性有所反应。比如春节后市场开盘暴跌，但之后基本上完全修复跌势，因此央行放水托底实体的可能性应该已经计入了市场价格。毕竟，新冠肺炎疫情不可能对中国经济没有造成一点儿损失。

当然，建立在有瑕疵的逻辑上的交易也不是没有可能获利的。华尔街称之为“因错而对”。但是，仔细想来，这个“放水”的逻辑可能并没有反映市场的真实逻辑，只是反映了真实仓位。毕竟，当时基金仓位都很满，新基金认购火爆，散户群情鼎沸。美国股市的情绪也类似高涨，美国看涨期权净开仓的情况基本回到了2007年10月、11月的水平；标普指数的市销率、美国科技股的超额收益，比2000年还高；市场回报的集中度向2007年8月左右看齐。

然而，到2020年2月底时全球一些国家经济的情况是：中国经济放缓；日本经济衰退，日本GDP的增长速度是20世纪80年代以来最差的；德国经济衰退。但纳斯达克指数、标普指数在历史最高点附近，中国抹平了新冠肺炎疫情时期的跌幅。有道是，物生谓之化，物极谓之变。

## 2020年大崩盘——全球市场史诗级暴跌

2020年2月24日星期一，全球史诗级的崩盘正式开启。周末期间，新冠肺炎疫情在全球大幅蔓延。意大利一夜之间发现100多例新增病例，成为疫情“震中”的恐慌感紧扣人心。意大利连夜封闭了十几个城镇，并召开央行紧急会议。道琼斯指数和富时100指数下跌超过3%，德国DAX指数、巴黎CAC40指数和西班牙IBEX35指数均下跌约4%，而意大利富时MIB指数更是下跌超过5%。石油暴跌，黄金暴涨。十年期和三十年期美国国债的收益率分别降至1.36%和1.81%。由于新冠肺炎疫情蔓延，国际货币基金组织下调全球增长预期，但当时我认为仍过于乐观。伦敦帝国理工学院的一份报告称，全球约有2/3的新冠肺炎病例还未被发现，“如各国要成功遏制这一流行病，进行隔离和病毒测试必不可少”。全球贸易活动水平在疫情前已是近十年最低。随着新冠肺炎疫情的蔓延，新的风险为全球供应链停摆、“脱中”。

2月27日星期四，道琼斯指数狂泻1200点，美股三大主要股指均暴跌超过4%。在2月24日那一周里，美国市场出现了一些非常极端的交易数据：除1987年10月的“黑色星期一”、2000年3月的互联网泡沫破灭、2001年9月的“9·11”事件和2008年10月的全球金融危机之外，那一周是第二次世界大战后最快出现10%回调的一次暴跌；VIX（波动率指数）恐慌指数飙升逾150%，速度之快为有史以来的第四；美国十年期国债收益率屡创新低；科技龙头苹果的股价下跌13%，微软下跌12%，并发出盈利预警，特斯拉则跌了25%。

对于如此惨烈的暴跌，市场极端而密集的持仓和极度亢奋的情绪已经提前给出预示。当时，由于许多重仓股跌幅超过10%，很多大基金都被迫减持，以降低组合风险，并应对赎回的压力。这个过程导致市场价格动能极端负面，回报率连续负相关，出现超卖现象，并因此引发了更大规模的超卖。同时，机器交易更加剧了抛压。

市场当时已经大幅暴跌，前景非常不确定，市场情绪开始从极端乐观转为极度悲观。在这种情况下，即使短期内海外市场出现短暂的超跌技术性反弹，但情绪波动转瞬即逝，根据市场情绪变化去接“飞刀”也会非常危险。而试图买入看跌期权进行组合风险对冲的成本非常昂贵，市场的风险已经飙升。中国强制执行隔离措施，疫情得到有效控制，而西方政府的执行力则相对较弱。因此，在国外政府设定明确的应对策略，海外疫情出现可以预期的拐点之前，海外市场仍将受困。

同时，市场仍然低估了新冠肺炎疫情将对全球经济造成的影响。大部分分析都集中在对GDP增速的影响上，负面冲击估算为0.5%～1%。很明显，这是不可能的。企业层面的流动性结构已经发生了变化，比如，当时美国信贷市场信用债发行为零，已经全面停摆，这种情况一般只有在公众假期时和大级别的危机中才会出现。同时，标普500企业中，当时有约200家发出与疫情有关的盈利预警或风险表述。全球的供应链也很快受到了冲击，比如，美国从中国进口的多种制药原材料开始出现供应短缺，口罩等医疗用品供应严重不足，等等。2月28日，道琼斯指数再次暴跌近900点。

美国市场在经过了2月末最后两周史诗级别的崩盘后，投资者都以为可以暂舒一口气了。毕竟，自1896年以来，发生像2020年2月末这样级别的暴跌的可能性仅约为0.1%。当时，市场下跌和VIX恐慌指数飙升的速度都是有记录以来最快的，并且美国十年期国债也处于历史最低水平。尽管如此，中国股市却在那两周的全球市场暴跌中挺了过来。在春节后的首个交易日出现历史性暴跌后，中国市场的主要股指到2月底已经收复了大部分失地，创业板甚至还创下新高——直到2月28日星期五，在全球股市遭遇历史性抛售之际，所有中国股指再次大幅下跌。

就在这个极度风险厌恶的时刻，我的机构客户让我推荐一些股票来对冲风险。作为一名谨慎的、2月中旬暴跌前夕就对崩盘发出警告的价值投资者，我小心翼翼地推荐了一些公司盈利前景良好、管理层执行力具有良好历史往绩的股票。客户满脸狐疑地扫了一眼名单说："但这些都是有盈利的优质公司。有盈利就有盈利被下调、低于市场预期的风险。我想要那些没有任何盈利的公司。没有盈利，就没有失望。"他的逻辑如此无懈可击，我竟哑口无言。

仔细想想，他的论点也不无道理。否则，如何解释在新冠肺炎疫情危机之际，创业板和中小企业板在2月底的强劲势头？与此同时，作为传统避风港的美元和黄金同时走软。武汉封城以来，病毒肆虐，但美国市场基本上保持了稳定——直到2月中旬疫情在全球扩散蔓延。从2月底到3月初，美国十年期国债收益率已跌至创纪录低点。

从逻辑上讲，在风险规避期间，安全资产的价格应该上升，因为这些资产承担对冲风险的作用，应会受到买家追捧。然而，在新冠肺炎疫情初期，一个非传统的对冲策略有秩序地游走于各种资产之间：创业板和中小企业板作为对冲中国主板风险的策略，美国市场作为对冲中国市场风险的策略，黄金和美元作为对冲美国市场风险的策略，美国十年期国债作为对冲美国/全球股市风险的策略。

读者可以注意到，随着新冠肺炎疫情的蔓延，对冲策略的范围在不断扩大。然而，美国十年期国债收益率创下了1%的历史新低，而个人消费核心通胀率为1.7%，到最后什么工具能对冲十年期国债的风险呢？过去十年见证了股债双牛，那些60/40的平衡投资组合表现得极为出色。在美联储基准利率为1.5%的时候，美国实际利率已经为负。2020年3月的这场全球市场风暴，可能也会使美国国债很快失去其终极安全港的地位。对于当时的市场来说，这才是一个真正的风险。

美国市场情绪和技术指标在经历了2月末的暴跌后极度低迷，看跌/买入比率、垃圾债券息差、股指成分股超卖比例和历史下跌速度都印证了这一点。然而，即使美国市场在3月初因此出现超卖的技术性修复，但如果新冠肺炎疫情的蔓延比人们担心的更严重，全球经济因为过度的隔离措施而陷入衰退，在拯救生命的同时又不得不阻碍经济增长，那么经济危机也就会随之而来。当时，我们注意到，美债收益率曲线又再次反转，这种反转往往会领先经济衰退最长可达18个月（见图1.5）。因此，美国股指在最坏的情况下可以下跌一半甚至更多，而将要出现的技术反弹只是短暂的，本质上是技术性的。当时已经有现代货币理论者大肆讨论美联储将要进入负利率区间。如果当真会这样，那么这将是一场真正的灾难——因为美联储是全球最重要的央行之一，而美国国债是全球的避风港。如果美联储执行负利率政策，其后果和其他国家相比不可同日而语。3月2日，美股期货

在盘前反复上下震荡3000～4000点之后，道琼斯指数飙升1300点，其中一半的涨幅来自最后一小时的交易。收盘的时候，美股三大股指均飙升约5%。

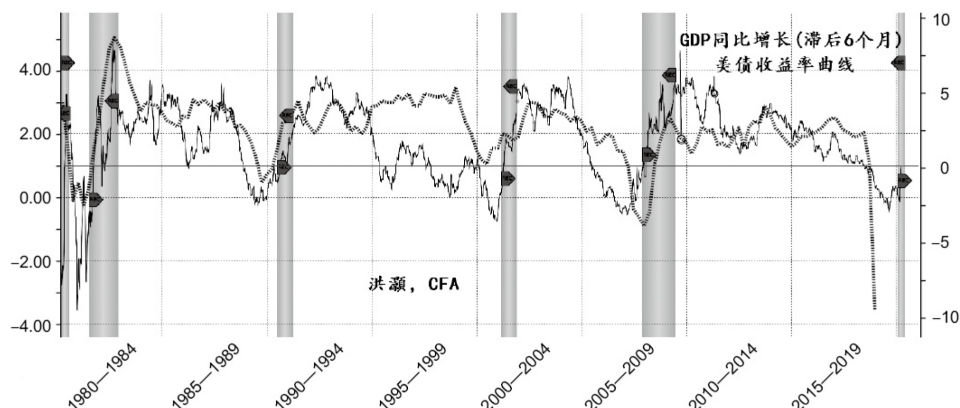



图**1.5** 美债收益率曲线再次反转，领先经济衰退最长可达**18**个月，经济前景堪忧

注：美债收益率曲线（左轴），GDP同比增长（右轴）。
数据来源：美国经济分析局，美联储，彭博，作者计算。

然而好景不长。2020年3月3日，标普指数期货再次经历了历史上最大的单日盘中波动之一。其他几次巨幅波动是：1987年10月的“黑色星期一”；2001年的“9·11”事件；2001年美国入侵阿富汗；2002年7月美国推出《萨班斯法案》；2008年9月雷曼兄弟倒闭，接着出现全球金融危机；2009年1月美联储启动量化宽松；2011年8月美国国债评级历史性首次下调。

面对美国市场史诗级别的波动，美联储宣布紧急降息50个基点。历史上其他紧急降息50个基点的情况包括：1998年10月俄罗斯债务违约，长期资本管理公司倒闭；2000年3月和4月互联网泡沫破灭后，两次降息50个基点；2001年的“9·11”事件；2007年8月开始的美国次贷危机；2008年1月股市开始暴跌；2008年9月雷曼兄弟倒闭。也就是说，只有在经济危机或泡沫破灭时，美联储才会如此降息。这次降息显得美联储被特朗普和市场牵着鼻子走，非常被动且时机过早。通过紧急降息，美联储似乎在确认经济因新冠肺炎疫情已经面临危机，或2009年以来形成的市场泡沫将要破灭。当时，市场认为在2020年3月18日的例会上美联储会继续降息，年内达到零利率。市场价格里的这些隐含预期，最后都变成了现实。

3月3日当晚，美国十年期国债收益率历史上首次跌破1%，创历史最低。

美联储正在失去市场公信力，结果是灾难性的。在美联储宣布降息50个基点之后，市场认为美联储在3月18日的例会上再次降息的概率是153%，也就是再降息50个基点的概率是53%。这实在是太诡异了。如果美联储再降息50个基点，则仅仅是符合市场预期；但如果不降息，则会让市场失望。也就是说，从盘面上看，曾经万能的美联储居然被市场逼到了墙角。当然，交易员都知道这个概率是动态的，是从国债期货价格里倒推出来的。美债收益率如此极端，它隐含的信息也会同样极端。同时，特朗普从美联储的困窘中吸取了教训，表示自己不会用财政刺激，因为“美国经济对病毒有免疫力”。3月4日，道琼斯指数期货盘前涨了近600点。然而，市场的至暗时刻还没有到来。

## 2020年大崩盘——史诗级市场熔断

2020年3月8日，为威慑俄罗斯，沙特阿拉伯启动石油价格战，油价一夜之间暴跌20%多，金油比史无前例地飙升。油价史诗级别的暴跌引起连锁反应：美国垃圾债价格，尤其是页岩气公司的垃圾债价格暴跌；美国金融系统稳定性风险上升；美国页岩气行业发展停滞，拖累美国经济增长；通缩预期上升，增加货币政策难度；石油美元继续萎缩；全球美元流动性紧缺。沙特阿拉伯企图以这种边缘博弈策略迫使俄罗斯重回石油减产的谈判桌。毕竟，沙特阿拉伯的石油生产成本是最低的。然而，这种极端的博弈也造成了附带伤害。

3月9日，史无前例的熔断行情开始了，这天将被历史永远铭记。盘前，标普指数ETF已经暴跌7.5%，准备熔断一级停盘。这是历史上第四次超过5%的跳空低开。前三次美股以如此幅度跳空低开，分别是2001年的“9·11”事件（-8.2%），2008年格林斯潘评论信贷坏账狂潮（-8.3%），以及2015年的股市闪崩（-5.2%）。当天开盘后，美国股市自1997年亚洲金融危机以来首次触发熔断机制。与第一次海湾战争前后相比，前所未有的石油价格暴跌所带来的压力让市场难以承受。然而，尽管交易环境如此动荡，当天道琼斯指数收盘却仅略低于850天移动均线，而标普指数收盘则仅略高于该移动均线（在后文讨论周期的运行和预测时，我们将对这个周期时长进行详细讨论）。

简单地说，当没有出现严重的经济衰退时，美国股市往往会在850天移动均线附近找到支撑，即使是1987年那个著名的“黑色星期一”也无法击穿。然而，当出现严重衰退时，如2001年和2008年，美国股指则大幅跌破850天移动均线。因此，对于当时的交易员来说，美国经济的前景是一个关键的问题。市场交易员面临的情景有一个超出货币和财政政策范畴的因素——新冠肺炎疫情。中国对新冠肺炎疫情的控制给全球树立了一个积极的榜样，但其代价是经济活动暂停了一个多月。新冠肺炎疫情沿着传染路

径，不同程度地影响全球各国。全球供应链一体化如此之高，以至所有国家和地区都必须进行无缝合作才能正常运作，缺一不可。

我当时的判断是，即使中国正在恢复产能，并很可能在3月底或4月初完全恢复，但世界其他地区的情况可能并非如此，而中国也不能唱独角戏。或许许多人都没有考虑到供应链中断导致全球衰退的可能性。根据Predictit（趋势预测平台）的预测，2020年3月美国经济衰退的可能性已经上升到65%。纽约联储对美国经济衰退可能性的估计，已升至历史上无法回头的水平。因此，我当时认为，投资者应注意这个超越了短期交易波动的衰退风险。3月10日，经历了一晚过山车行情后，美股尾盘再度雄起，三大股指均上涨近5%，道琼斯指数上涨超过1100点。然而，两天之后的3月12日，美股再次创下历史上第二大的单日跌幅。3月13日，美联储开始提供1.175万亿美元规模的回购。在3月12日近8个方差的史诗级暴跌后，美股于3月13日报复性反弹。标普指数飙升超过9%；纳斯达克指数上涨10%多；道琼斯指数暴涨2000点，其中1000点在最后尾盘30分钟内拉升。

许多人试图用全球央行协调合作进行货币宽松，来解释3月13日市场从崩盘边缘出现的历史性逆转。但我们都明白，货币和财政刺激措施对抗击新冠肺炎疫情收效甚微。在短期内，为了控制疫情的扩散，各国或将不得不封城；必须为中小企业提供紧急贷款和其他救济，以缓解它们紧张的营运现金流；同时还必须为民众提供大面积的免费病毒检测，以便迅速确定潜在的传染源。此外，随着时间的流逝，我们能做的只剩下祈福。

各国都纷纷效仿中国为抗击新冠肺炎疫情所采取的措施：西班牙和意大利封锁了整个国家，美国多个城市宣布进入紧急状态。特朗普3月13日的演讲让市场看到了一条对抗新冠肺炎疫情的明确路径。尽管未来仍有不确定性和挑战，但市场开始从绝望转向希望。根据中国的经验，这样的希望本身就有助于稳定市场，就像中国在春节后第一个交易日经历了历史性暴跌之后，市场逐步稳定下来。在全球市场稳定之后，尽管海外新增确诊病例将不断增加，但市场仍会继续恢复——直到新增确诊病例开始明显持续下降，证实新冠肺炎疫情已经进入拐点。那时，市场将不得不重新回到基本面羸弱的现实。

我们对中国在全球金融风暴中“避风港”的地位有所保留。数据显示，2020年3月，沪港通北上资金创纪录地净流出。在2015年4月，也就是2015年6月泡沫破灭前夕，以及2018年2月中国股市史上最剧烈的市场回调之一即将开始时，都出现过类似的北上资金出逃的情况，这些北上资金往往是“聪明钱”。同时，富时中国A50指数期货遭遇阻力。2015年6月以来，该股指期货一直受困于一个区间。换句话说，在全球股市经历着史诗级暴跌的时候，中国是很难独善其身的。

总而言之，世界各国政府已经开始直面新冠肺炎疫情的严酷现实，并开始效仿中国对抗疫情的策略，阻止疫情蔓延。然而，隔离措施越有效，经济代价就越大。中国已经开始谨慎地复工。但从房地产销售、交通、发电和土地供应等数据来看，产能利用率仅为正常水平的一半，甚至更低。短期内，政府的决心，以及在极度恐慌的市场中进行的宽松货币政策，将引发技术反弹。但正因为市场可以在短期内从严格的隔离措施中获益，长期的经济前景也变得越来越阴云密布。

## 2020年大崩盘——全球各大央行空前宽松的货币政策

2020年3月15日，美联储在例会前，意外地直接把利率降到接近零，全球六大央行史无前例地联手，用宽松货币政策抗击新冠肺炎疫情。当时，美联储决定直接降息100个基点到接近零，存款准备金率为零，启动QE4（第四轮量化宽松），用7000亿美元购买国债，用5000亿美元回购。美联储全力以赴开闸放水之后，特朗普评论说美联储这样做让他感到非常兴奋，他还说“市场对此应该很开心”。然而，这是一种世界末日的感觉，因为美联储已经打完了大部分子弹，市场只剩下“裸奔”。美联储意外降息至零，以及全球六大央行联手“抗疫”的消息公布之后，美股期货再次熔断式暴跌。到了3月16日，欧洲股指纷纷抹去了过去10年的涨幅，美股开盘准备再次迎接短短两周内的第三次熔断。3月18日，美国财政部部长姆努钦说：“我将马上给美国人寄现金支票。数字比媒体猜测的更大。”没有想到，伯南克当年设计的最后一招——“直升机撒钱”，竟然成为现实。

3月23日，标普指数期货开盘4分钟内熔断跌停。道琼斯指数期货暴跌900点。随后，美联储见势不妙，终于开启了史无前例、无限量、无底线的QE，开始购买市场上除股票之外几乎所有的信用产品——开放式购买国债、MBS（抵押支持债券）、债券ETF，为ABS（资产支持证券）、学生贷款、信用卡和小企业贷款建立了TALF（定期资产抵押证券贷款工具），还准备了小企业贷款。3月23日晚（美国东部时间，亚洲盘3月24日早上），美联储押上了全部赌注，全球市场一片欢腾。这是一个历史性时刻。假设流动性紧张的局面不能很快得到缓和，那么美联储的资产负债表很快就会扩张一倍。而美联储的资产负债表规模在几周内连续进行回购和商业票据操作之后，在不断地创造历史新高。

然而，美国股市最初并不买账，3月24日盘前美股期货熔断跌停，无限QE的消息出台后熔断涨停，然后再重启暴跌模式。道琼斯指数盘中最深暴跌了1000点。澳大利亚ASX200指数开盘暴跌8.2%，韩国KOSPI指数开盘暴跌6%，德国DAX指数期货暴跌7.2%。这种史诗级市场剧震行情，就连2008年全球金融危机的时候也无法比拟。此刻，每个交易员的心中都充满了莫名的恐惧：难道美联储已经黔驴技穷了？

当时，市场人士以美股在无限QE中暴跌为据，认为美联储已经黔驴技穷。然而，我认为这是市场人士以一个错误的指标，也就是股票市场，对美联储政策成败的误判。此时此刻，股票市场的定价模式被极端的情绪和技术面左右，必然有失公允。换句话说，股票定价的有效性，来自市场流动性充分适量。因此，在判断美联储政策是否有效的时候，我们应该反本溯源，看一下信用市场的情况。

美国市场当时的软肋之一，是它的投资级债券里评级最低的BBB级债券。过去几年，由于市场利息走低，所以一众美国企业在市场上低息融资以回购股票，就连苹果这样的企业，从几年前一分钱的债务都没有，到后来也发行了千亿美元级别的债券。简言之，2008年的次贷危机，是因为借钱给信用不良的人群；现在的挑战，是因为借钱给信用不良的企业。由于这些BBB级债券是投资级别的，能在低收益率的环境里提供较高的收益，所以这些债券受到投资人的追捧，占美国企业债总额的近一半。然而，这些BBB级债券离垃圾债只有一步之遥。一旦在企业经营状况恶化时评级下调，基金经理按照基金章程将不得不平仓。现在新冠肺炎疫情在美国肆虐，美国企业的经营环境已经明显恶化。

在3月23日晚之前，我们看到美国投资级债券基金一夜之间暴跌近20%，同时伴随着历史性的大额赎回。注意，这是投资级债券基金，是之前被普遍认为没有风险的基金，但一夜之间暴跌近20%，风险之高，可见一斑。所幸，在当晚美联储实施无限QE政策之后，这些债券的收益率开始冷静下来。同时，我们看到信用利差、互换合约价格也开始有所收敛。这是市场开始认可美联储政策的征兆，也是仅看股票市场无法获得的信息。美国的主要股指，已经运行到了50%的黄金分割回撤点。即便是1929年的大萧条，市场在50%的黄金分割回撤点上也出现了一波技术反弹。

当晚，美国国会对于刺激政策的激烈争论其实显示了美国政坛的博弈。然而，恰恰是因为如此艰难的决策博弈，才显示出两党对于通过经济救助法案的共同目标，否则就不必浪费时间谈判了。至于无限QE，长期下去对经济的损害可想而知，但不在短期交易的考虑范畴内。毕竟，政客不得不在糟糕和非常糟糕的政策之间做出选择，两害相较取其轻。3月24日北京时间早晨，在中国盘前，以及美国股指期货夜间准备开盘之前，我发表了题为“是美联储黔驴技穷，还是市场挣扎寻底”（The Fed Goes All In）的投资报告，向读者提示了美股在史诗级别的暴跌之后，将要出现大级别的反弹交易机会。同时，在3月24日北京时间晚间、美股早盘前，我参加了CGTN（中国国际电视台）的《对话》节目，在节目中连线了著名投资人、索罗斯的前合伙人吉姆·罗杰斯，并再次推荐了美股因政策转变而提供的反弹交易机会。

3月31日，美联储启动了针对外国央行的回购工具。这样一来，拥有大量

美国国债的外国央行就可以利用手上持有的国债从美联储获得美元，从而更好地为其国内机构提供美元流动性。这个工具只适用于那些手中持有大量美国国债的外国央行（比如日本央行），它们的国内机构一般有大量的美元负债。这是一个重要的美元流动性的供给来源，这些外国央行现在不需要抛售美债就可以得到美元流动性。由于使用回购获得美元需要抵押品（美国国债），所以没有太多储备的央行就无法使用。值得一提的是，其他发行储备货币的央行也提供类似的回购工具。这个回购工具对中国、日本、韩国、新加坡、印度、巴西等国家和地区都有帮助。当然，这个回购工具的出现，也突显了美元流动性的紧缺，以及美国国债隐现的抛售压力。美元的强势因此有所舒缓。

总结一下，在2020年2月底到3月底的一个多月里，美国和全球市场面临的挑战如下：大流行病（截至2020年3月31日，全球新冠肺炎确诊病例超77万例），供应链断裂（美国70%仿制药的原材料来自中国，苹果下调盈利预期），需求萎缩（餐厅收入锐减95%），严重失业（美国逾1000万人失业，失业率堪比1929年大萧条），股市崩盘（没有人见过这么多次熔断，盘面之惨烈堪比1929年大崩盘），石油危机（油价单天暴跌30%，是20世纪80年代以来幅度最大的下跌），债券崩盘（投资级债券单日暴跌20%，史无前例），货币市场破净（美联储不得不保证货币基金，类似2008年），潜在的房地产市场危机（房利美和房地美只能坚持不到12周，准备再次要求美国政府救援）。

2020年3月之前，很难想象这短短一个多月里全球会出现一系列翻天覆地的变化。2020年初，华尔街和A股的分析师大部分都看多“新牛市”。经过了2020年3月，即便疫情终结，全球的格局也很难回归从前的正常状态。又或者，以前所谓正常的、以美元为价值锚定的全球系统，其实就是问题的本身，只是新冠肺炎疫情让我们不得不如实面对。以上讨论复盘了2020年大崩盘的过程中，美联储等全球各大央行的货币政策是如何一步步地走向无底线的宽松的，以及是如何对市场产生影响的。这些复盘讨论，以及我当时的市场判断，都发表在我的微博和微信公众号“洪灝的中国市场策略”中。现在回过头看，我事前的预判大致是正确的，是在后文将要讨论的市场预测方法的实盘验证。

## 百年变局

本章我们讨论了现在全球金融体系价值的锚定——美元，同时它也是这个系统的软肋。长期以来，根据CPI（消费者价格指数）调整后的美元的购买力不断下降，尤其是在1976年，美国终止了国际上黄金与美元的可兑换性，美元和黄金彻底脱钩。在这个以美元为核心的体系里，美国是唯一能够提供所谓安全资产的实体。在全球面临危机之际，美联储作为全球最重

要的央行之一，不断提供美元流动性以对抗系统性金融危机。这种宽松的货币政策是为了应对危机而大幅印钞，而不是对应生产力和实体经济体量的扩大而提供更多的美元流动性。这个美元供应过程本身一定会产生过剩。基础经济学告诉我们，当一种商品供给大于需求的时候，其价格会下降。长期来看，美元汇率的长期下行趋势，以及美联储资产负债表在几次危机之后的迅速扩张，符合基础经济学对美元流动性过剩压抑美元汇率的推论。表面上看，只要美元信用还在，非美国家就仍然愿意持有美国国债，那么现有的体系似乎可以违反常理地继续存在一段时间。然而，经济学是一门在有限的条件里资源配置最大化的科学。换句话说，在达到临界点之后，经济里的单位回报将开始小于它相应的风险成本。现在对于系统临界点的思考，应该是美元信用是否可以在空前的量化宽松政策下维持，美联储的资产负债表能够达到一个什么样的规模，以及美国国家的负债极限在哪里。

1929年大崩盘导致的大萧条，到1933年罗斯福实施新政，以及美元贬值40%之后，才得到有效解决。由于突破了金本位制对于货币供应量的束缚，流动性大幅增加，再结合美国政府当时其他的财政扩张措施，美国最终走出了大萧条。当然，也有人会说，是在美国境外发生的第二次世界大战，使全球各国对于美国的出口需求大幅增加，从而刺激了美国经济，才使其最终复苏，并走向繁荣。无论如何，对于1929年大崩盘后的危机，确实是通过改变当时已有的国际货币体系来提供大幅流动性才解决的。

在2020年面对的、堪比1929年大萧条的经济危机里，现有的货币体系也在改变。危机初期，由于非美国家对美元的需求大幅增加，美元汇率在短期内大幅走强，现有的这个系统似乎还是宝刀未老。然而，美联储的资产负债表规模，从2019年第三季度的3.7万亿美元，激增到2020年7月的7万多亿美元。在2020年3月末之后短短的8个星期里，美联储就购买了近1.5万亿美元的美国国债和其他形式的债券。美国财政部计划在2020年发行超过4万亿美元的国债，而2019年全年的发债规模只有1.28万亿美元，2008年金融危机时为了救市才发债6500亿美元。美国政府负债和GDP的比例，很快就要回到第二次世界大战时期的高度。美国政府的财政赤字和GDP的比例，不日也将追赶第二次世界大战时的水平。

在完全抛弃了黄金的价值锚定之后，美联储在放纵美元的路上越走越远。毕竟，在过去一百年的时间里，即便美国肆意印钞，全球的金融系统由于对安全资产的需求，也不得不继续从美联储这一家独大的安全资产生产者那里购买美元资产。以美元为锚的全球货币体系，曾经给国际贸易带来统一的定价标尺和交换媒介，为全球金融系统提供了储蓄价值的工具，还在全球金融危机的时刻为投资者提供了安全资产。然而，现在这个系统崩溃的风险正在快速飙升。虽然这个依赖于美元的系统的风险和回报很难量

化，但是一些系统内的变化预示着，随着美元信用不断降低，美元已经运行到了周期性的高点，很快将开始系统性走弱的长期趋势。对于2020年的这次危机，宽松的货币政策既是短期系统性风险的解药，也是长期系统性风险的导火索。宏观变化已经运行到了长期临界点。

2020年5月，市场开始担心由于中美关系不断恶化，中国将抛售价值1.2万亿美元的美国国债。美国的总负债已经达到了25万亿美元，中国的1.2万亿美元的美国国债持仓，已经不如以前在整个美国国债系统里的占比，因此美联储可以很快地接盘。毕竟，3月末之后的8个星期，美联储就购买了近1.5万亿美元的美国国债和其他形式的债券——远远超过了中国对美国国债的总持仓量。同时，3月以来美国财政部新发的国债，也是由美联储购买了绝大多数的。然而，如果中国和其他美国国债持有大户最终选择抛售美国国债持仓，可能就将显示出现有系统里美元信用的崩溃——大客户不再希望持有美元或美元资产。即便美联储可以暂时接盘，平抑短期的价格波动，但是美国国债将变成一项国内资产，只能通过国内债务货币化来消化。同时，由于这些美国国债的发行将用于实体经济的建设，它最终对经济的影响一定是通胀性的。而由于美国政府信用的缺失，对于美国国债的投资，美国国内的投资者也会三思而后行。如果是这样，曾经密不透风的、以美元信用为基础的国际金融体系，将面临崩溃的风险。当然，这个风险爆发的时间点难以精准预测。但直觉上，这个风险爆发的概率，相较于这次经济危机爆发之前的水平大幅上升了。

假如我们比较道琼斯指数和黄金1900年以来的走势，并对原始的价格数据做一个850天年化的周期性处理（见图1.6），我们会观察到几个发人深省的现象。第一，经过850天年化周期处理的道琼斯指数的长期回报率，存在着一个明显的35年的周期，而这个35年的周期恰恰等于10个3.5年的短周期的叠加。第二，每一个35年的回报周期里蕴含着两个17.5年的中周期，而这个17.5年的中周期正好等于5个3.5年的短周期的叠加。第三，黄金的长期回报率也蕴含着这个35年的周期，以及17.5年的中周期和3.5年的短周期的叠加。同时，黄金的回报率周期与道琼斯指数的周期基本上是反向相关的。这个负相关性，尤其是在当下，让黄金成为市场风险飙升时一个非常好的避险工具。第四，道琼斯指数的长期回报率周期已经见顶，并开始回落，而黄金的周期才刚刚开始，并渐入佳境。这个长周期的运行特征，将在未来几年越来越被投资大众深刻地感受到。

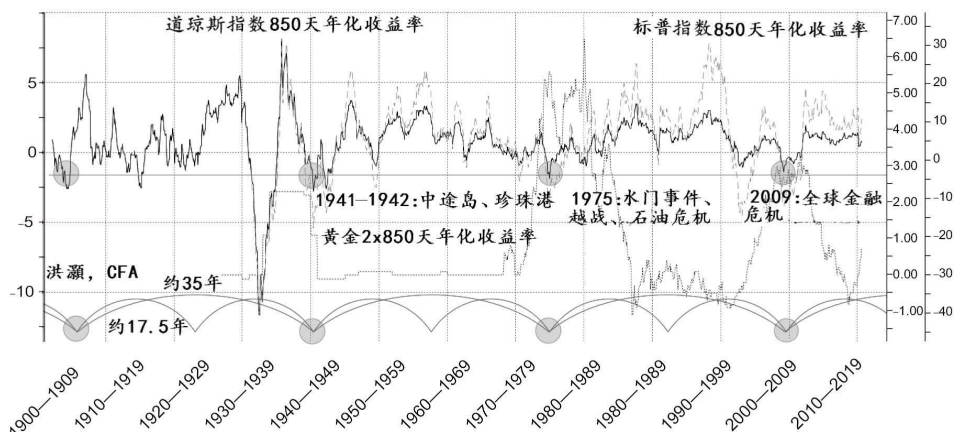


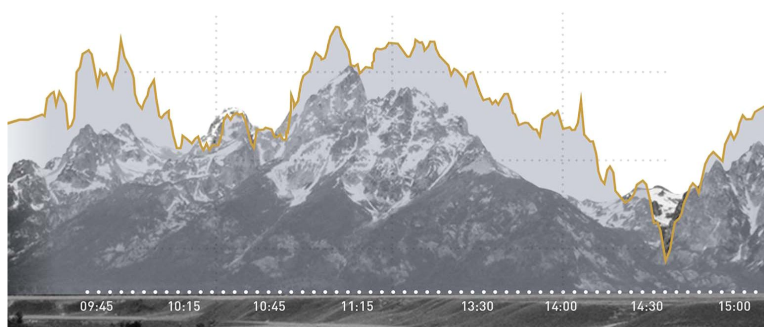

图**1.6** 百年变局：比较黄金、道琼斯指数、标普指数**1900**年至今的回报率变化周期

注：道琼斯指数850天年化收益率（左轴），黄金2x850天年化收益率（右轴内），标普指数850天年化收益率（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

在过去100多年的历史中，每一次周期的运行到了这个类似的阶段时，大型的风险事件就会改写人类社会的历史。比如1917年的西班牙流感和第一次世界大战，20世纪40年代的第二次世界大战，20世纪70年代的越南战争和石油危机，1997年的亚洲金融风暴，2000年的互联网泡沫破灭，以及2008年的全球金融危机。现在的问题是：这次会不一样吗？在下面的章节里，我们将讨论市场预测的方法、模型和它们的实际预测成果，以及现阶段对于未来方向的结论。

# 第二章

# 市场是否可以预测



知者不言，言者不知。

——老子

对于股市能否预测这个问题，市场一直争论不休，不能盖棺定论。尤其对于一个宏观策略师而言，这是一个关键问题。如果真如那些支持市场有效性的学者所说的，市场的现价反映了市场里所有的信息，甚至包括企业的内幕信息，那么市场预测这门艺术，也就没有存在的意义了。毕竟，没有任何人可以大言不惭地认为自己比市场聪明，否定市场共识对市场现存的所有信息给出的价格。市场有效性的假设之一就是，市场的参与者都是理性的主体，并可以迅速对市场内的所有信息做出反应，还可以正确定价。假如市场是完美理性的，那么便不需要市场预测了。然而，倘若市场是非理性的，那么市场是否就可以预测了呢？

## 百年道指

我们可以先用道琼斯指数的百年走势做一个观察。在这里，我简单地做了一个道琼斯指数的百年价格对数级趋势图（见图2.1）。然后，我把图上重要的低点，如1929年大崩盘之后的低点1和20世纪70年代美国经济衰退之中的低点2用直线相连。有趣的是，这条直线恰恰经过了1987年10月的“黑色星期一”崩盘前的高点3，以及2018年以来道琼斯指数所创下的一系列历史新高4。也就是说，道琼斯指数曾经的长期支撑线变成了1987年和近两年行情的强阻力线。同时，我把图上的重要高点，如1937年大崩盘之后的股市复苏高点A，“咆哮的20世纪50—60年代”的一系列高点B用直线相连。有趣的是，这条直线也恰恰经过了2000年互联网泡沫破灭后暴跌的低点C，以及2012年以来美股回调之后创下的一系列的低点，包括本次史诗级暴跌的低点D。也就是说，道琼斯指数曾经的长期阻力线变成了2012年以来行情的强支撑线，对于2012年美国国债历史上首次评级下调，2016年的缩表和中国股市泡沫破灭产生的冲击，以及2020年3月的史诗级熔断行情暴跌的低点，都恰恰形成了支持。

这些观察点持续了约100年，而且非常直观地在图上显示出来。很难想象，这么多年以来这些支撑和阻力点位的紧密契合仅仅是巧合。然而，支持市场有效性的学者总是试图用以抛硬币的方式模拟出来的图形，以及与股市实际的走势图非常相似的现象，来论证股市价格的上升和下跌的概率。早在10多年前，我在花旗银行时所做的量化分析就发现，美国市场长期上升的概率大约是2/3。也就是说，长期以来，每天下注美股的赢面大

约是2/3，远远高于以抛硬币的方式所模拟出来的图形里隐含的1/2的赢面。因此，尽管表面上抛硬币所得的图形和每天股指的价格走势相似，但它们各自隐含的价格走势的概率却大相径庭。而道琼斯指数百年的上升趋势显示，股市上升的概率大于下跌的概率，又或者说，股市上升时所获得的盈利大于下跌时的损失。只有这样，道琼斯指数才能形成一个100多年不断向上的趋势。

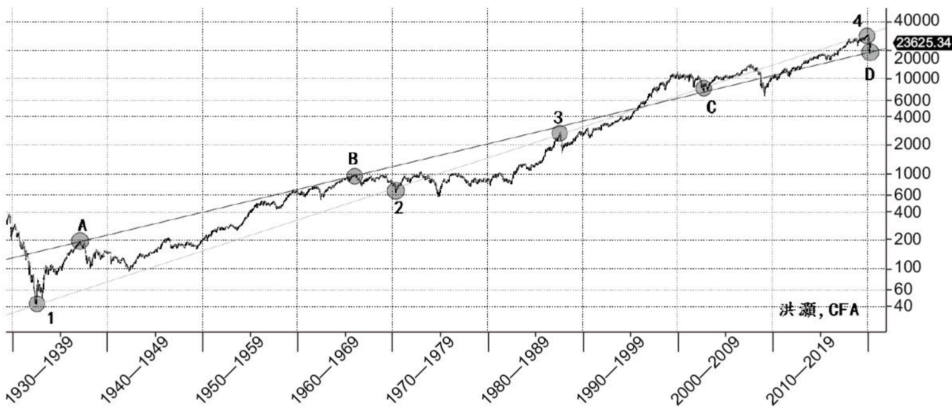



图**2.1** 道琼斯指数百年趋势图

数据来源：彭博，作者计算。

# 市场预测理论

最早的股市预测理论之一是著名的道氏理论。这个理论的创始人查尔斯·道，是著名的道琼斯通讯社、《华尔街日报》和道琼斯指数的创始人，他一直对美国的经济前景抱有长期的乐观主义精神。查尔斯·道年轻的时候曾与其他几位当时著名的金融家一起参观位于科罗拉多州，由三个爱尔兰兄弟发现并开采的银矿场。这三兄弟刚到美国的时候身无分文，连借钱买面包都做不到。然而，在发现并开采了银矿之后，他们的财富迅速积累。三兄弟白手起家的成功故事给查尔斯·道留下了深刻的印象。在离开银矿场的时候，查尔斯·道在文章中写道："如果大家都节衣缩食，就不会有第五大道了。"这次参观让查尔斯深信，美国的工业在未来是一个"巨大的投机市场"。与象牙塔里的经典经济学家不同，成功的市场投资者似乎都深谙有效需求天然不足的道理。

尽管查尔斯·道更像一位学者，而不是投机分子，但他对于市场历史的把握让他逐渐领悟到一个市场预测系统。1901年，查尔斯·道在《华尔街日

报》里陈述了著名的道氏理论："涨潮的时候，一个人可以看到潮水一波一波地涌上来，一波比一波高，直到潮水涨到了最高点而不能再前进。然后，潮水开始退却，一波比一波低。股市价格运行的波浪也一样。价格的浪潮，就像海浪一样。浪潮的驱动力到达顶峰之后并不会马上退却，这股驱动力的消退会慢慢地减弱浪潮的高度，而浪潮的最高点则需要时间来确认。"

这可能就是最早的、最朴素的股市预测系统，也就是现在非常盛行的波浪理论的原型。道氏理论者夸口说，他们能够准确地判断股市的拐点。然而，他们之间的分歧却很大，对于拐点的判断往往意见不一致而且缺乏前瞻性。同时，他们事前也无法判断拐点的级别——究竟是一个大趋势里的小波折，还是大趋势的逆转。也就是说，原始的道氏理论无法判断市场里看到的究竟是浪潮还是浪花。因此，虽然道氏理论是最早的股市预测理论之一，在直观上也很容易被人接受，但是它并不能为股市预测提供一个权威的答案。

早在1900年，巴舍利耶就在他的博士论文《投机理论》中，以70多页的篇幅论述为什么任何预测股票价格的尝试均属枉然。巴舍利耶指出："过去、现在甚至折现了的未来将发生的事件，均已反映在市场价格上，但似乎和每天的市场价格波动没有密切的相关性。人为的因素也有影响，每天的市场交易都会自我作用并进行反映。同时，现在观察到的价格波动不仅反映了以前的波动，还反映了市场现在的状态。有无数的因子在决定着这些价格的波动，因此也不可能用数学公式来精准地预测。对于市场动态交易的预测从来就不是一门精确的科学……市场里的投机大众，在任何一个特定时点都无法定论市场的涨跌，因为在每一个价格上都有无数的买家及卖家并存。"

巴舍利耶这些简单的描述，就是有效市场假说的雏形。不幸的是，巴舍利耶的论调在当时的学术界里过于前卫，还存在数学计算上的瑕疵。著名的市场分形理论的奠基人曼德博在评论巴舍利耶的学术成果时笑道："根本没有人知道应该如何运用巴舍利耶的研究成果。"尽管巴舍利耶夸大其词地宣称其理论"已解决了投机学上的大部分问题"，但他的革命性理论却未能令他成名。巴舍利耶最重要的学术洞见，是他以现代数学公式表达了在任何一个特定的时间点，对于确定市场价格互相对立的、多空双方的观点都存在。现在观察到的市场的价格，就是市场最合理的价格。否则，市场的现价就不会在当前这个水平上，而会是一个更高或者更低的价格。巴舍利耶另一个重要的学术洞见，是他对于市场波动幅度的判断。他认为，经历的时间越长，市场的波动幅度就会越大。而波动幅度变化的速度应该和时长的平方根成正比。比如，我们观察到2/3的时间里，股市每月波动的幅度都在-6%～6%。如果是这样，那么股市12个月里的波动幅度应该为

6%×［12^（1/2）］＝ 20%。巴舍利耶的这个学术洞见，与分子在空间里随机碰撞的形式非常相似，而19世纪的英国物理学家罗伯特·布朗发现了这个分子运动定律，该定律被普遍称为布朗运动定律。这个定律后来甚至成了爱因斯坦的分子物理学里必不可少的理论基础。而在金融学里，它就演变成了后来有效市场学派提出的著名的随机漫步理论。

由于论文里存在计算上的瑕疵，巴舍利耶最后甚至连一个大学教授的职位也没有得到，他的论文也逐渐被同一领域里其他海量的著作所淹没——直至保罗·萨缪尔森在数十年后重新挖掘出了这部著作。然而，萨缪尔森在一个关键的领域上与巴舍利耶的看法相反——萨缪尔森相信只有超额回报（阿尔法收益）才是不能预测的。这是因为即使个股的股票价格有效地反映了基本面信息，股票价格也不可能跌破零。这种价格走势的不对称性，放在由成千上万只股票组成的股市里，应该也会显示出一种长期向上的趋势。简言之，萨缪尔森相信整体市场的回报（贝塔收益）是可以预测的，而个股的超额回报则不能预测。

萨缪尔森在写给罗伯特·希勒的信中进一步假设整体市场在宏观层面失效，但从个股的微观层面来看却具有效率。他指出，“综合了多个证券价格的股市指数从长期表现来看存在显著的无效性，并表现为股票价格长期高于或低于其价值”。作为金融行为学派最重要的学者之一，希勒认同萨缪尔森的观点，因为人类的大脑根本就不能同时分析及理解所有资讯，更毋论理性完美地把这些不断变化的资讯计入市场价格里了。在综合层面上，趋势的出现显示市场价格不断反映市场中的新信息，但这些新的、时间上随机出现的信息对股票价格的影响并不互相抵消。希勒在其2005年的著作《萨缪尔森的定律与股市》（*Samuelson’s Dictum and the Stock Market*）中提出了论据，支持萨缪尔森的关于宏观、微观存在不同市场有效性的假设，也解释了为何2013年的诺贝尔经济学奖颁发给了两个似乎持截然相反观点的经济学家——罗伯特·希勒和尤金·法玛。他们对市场可预测性的不同意见在于市场整体和个体的区别，而非人们往往错误认为的预测时间长短的区别。

与希勒共同获得2013年诺贝尔经济学奖的尤金·法玛是研究有效市场假说的一匹黑马。毕竟，他大学时主修法文，而且运动型的外表让法玛看起来也不像是个“书呆子”。谁会想到，一个语言系的运动健将最后却成了量化研究市场有效性的先驱。最终，法玛以翔实的数据成功证明了市场价格在反映资讯的时候具有有效性，并在一系列严谨的假设前提下提出了“市场有效性三态”的假说。然而对于法玛而言，一个有效市场并不是完美理性的。市场的有效性在于其反映影响市场信息的速度和方式，而不是很多人误认为的市场定价的完美。一般来说，没有任何人可以指望不凭借运气而跑赢市场。法玛的理论阐述的是，假设市场是有效的，那么市场应该如何

运行。他并没有描述有效市场在现实世界中的实际情况，这也是他的理论经常被人们误解的地方。

# 股票定价理论

## 美联储看跌期权

以法玛为代表的有效市场学派和以凯恩斯、希勒、加尔布雷思等学者为代表的市场投机学派始终没能达成共识。想来这两个学派之间的共识，最终应该也是无法达成的。从1987年格林斯潘上任美联储主席至今的市场历史来看，以格林斯潘和伯南克为代表的几位美联储历任主席，在市场泡沫破灭后采取的一系列政策措施，都显示了美联储内部主流思想在“和平时期”对于有效市场假说的认同。然而，这种对于股票定价理论意识形态上的忠诚，在股市暴跌崩盘的“动荡时期”，却又不得不屈服于市场投机理论对于泡沫的产生及其后果的分析视角，还不得不据此使用非常规政策进行市场干预。

在20世纪80年代以来的一系列市场泡沫里，这些言行不一的美联储主席一次又一次地领导着美联储扮演市场上“最后一个买家”的角色。在他们的领导下，美联储不仅逐渐变成了市场危机时的“最后一个买家”，还成为经济危机时的“最后一个放贷人”，以及政府财政的“最后一根支柱”。这种政策的选择，使美联储逐渐被市场裹挟，失去了其政策的独立性，也违背了其避免财政货币化的初衷。在2020年新冠肺炎疫情时期，美联储采取的史无前例的宽松货币政策和财政赤字货币化，将导致未来几年通货膨胀重新抬头。而美联储也在干预市场的道路上越走越远。

20世纪90年代牛市的崩盘，迫使格林斯潘和伯南克等美联储官员不得不公开承认泡沫的存在，并需要解释央行会如何应对股市泡沫。美联储信奉的有效市场理论以基本面价值分析和有效市场假说为出发点，而凯恩斯则是市场投机理论的代表。分析和发展后凯恩斯主义的主要代表是加尔布雷思的投机狂热行为学理论。

值得注意的是，有效市场学派本质上不承认股市泡沫的存在，因为泡沫和理性的假设是根本不兼容的。然而，在市场投机学派的理论体系里，市场泡沫的形成却是可以进行完全“合理的”解释的。在20世纪90年代的牛市里，股票价格飞涨，最后演变成泡沫。当时，作为美联储主席，格林斯潘不得不尝试用有效市场假说来解释泡沫的成因。虽然格林斯潘被迫承认了股市泡沫的存在，但是他仍然试图解释泡沫的形成是一个“理性”的过程，并企图借此化解有效市场假说和市场投机理论之间的矛盾。格林斯潘当时的解释是：市场泡沫确实存在，但只有在泡沫形成之后才能察觉，甚至形

成之后可能也无法察觉。

有效市场假说有着非常优雅的学术外表。它假设，如果人是理性的，并时刻都在最优化各种各样的选择，那么这种理性优化的思想过程一定可以有效地把基本面的变化反映在市场价格里。即使一部分参与者不能做到理性优化，他们犯下的定价错误也是随机的。因此，在整个市场范围内，他们随机犯下的错误会互相抵消，从而形成整体市场的有效性。然而，人并不是冷冰冰的机器。如果原子也有感情，那么物理学将会变得复杂得多。如果说，沃尔克伟大的货币政策实验开启了新古典主义理性预期之门，格林斯潘引领了有效市场学派主导美联储的学术思潮，那么登上有效市场学派思潮顶峰的，一定就是伯南克了。

伯南克从小就对20世纪30年代的大萧条非常感兴趣。在一部由伯南克编著的宏观经济学教材里，还写到了他关于童年往事的回忆。童年的伯南克会坐在自家的前廊里，听外婆讲述大萧条的往事。伯南克还记得外婆说，她小时候最幸福的事情就是她爸爸每年都可以给她买一双新鞋，但是同一条街上的其他小朋友就没有这个福分了。伯南克好奇地问为什么，他外婆说："因为工厂不生产鞋子。"伯南克接着追问为什么工厂不生产鞋子，他外婆回答说："因为没有人买鞋子。"

这个自为因果的故事让年轻的伯南克对大萧条产生了浓厚的兴趣，也让他后来成为美联储里研究大萧条的第一人。早在伯南克还没有当选美联储主席，只是就职于纽约联储的时候，他就在华盛顿的一个中餐厅里，在一众学者和官员面前分享了他将阻止大萧条再次发生的政策。伯南克说，大萧条是完全可以避免的，如果大萧条在美国国土上不幸再次出现，他可以把利率降到零，在利率降到零之后，美联储还可以不依靠利率，而通过扩大资产负债表直接在市场上购买美国国债，如果最后还是不行，那么美联储可以直接印钱，把钱发到美国公民的手里。这些极端的货币政策思想，在当时还没有经历2000年互联网泡沫破灭和2008年美国次贷危机，以及2020年新冠肺炎疫情的众人眼里，都过于学院派了，而且也难以想象。我们都知道，学院派是"不切实际"的代名词。毕竟，理论上，如果市场知道美联储在危机时会在市场上公开购买债券，就会把手上的债券全盘抛售给美联储。这个交易逻辑，类似在一个固定汇率挂钩的系统里，央行为了保护汇率而被迫沦为对冲基金的对手盘，不得不接盘对冲基金做空汇率产生的卖盘以保护汇率水平。而央行这些保护固定汇率的做法，往往被对冲基金当作获利的工具。比如1992年，索罗斯做空英镑逼仓英国央行而狂赚了10亿英镑，被传为佳话。

伯南克还对日本央行20世纪80年代后期通过上调利率主动刺破资产泡沫的政策颇有微词。他认为，日本央行当年实施的紧缩政策，以及资产泡沫破灭之后没有直接通过宽松的货币政策稳定市场、刺激经济，直接导致了日

本的“失去的30年”。如果当年日本央行果断放宽货币政策，允许日元汇率大幅贬值，那么日本很可能就会躲过一劫。

我们可以从伯南克对大萧条的研究，以及他对日本央行刺破日本资产泡沫的批评中，看到他后来在2008年美国次贷危机期间受命于危难之际采取量化宽松政策的逻辑。这一系列的量化宽松操作，和他当年在华盛顿中餐厅里的论调基本一致。终于，停留在理论高度近40年之后，伯南克抵御大萧条的政策思想被用到了现实中。伯南克在货币主义鼻祖弗里德曼90岁生日会上的致辞，是对后来美联储货币政策取向的最好总结。弗里德曼的著作《美国货币史》是所有学习宏观经济学的学生的必读书目。《美国货币史》详细地研究了20世纪30年代大萧条的成因，指出了信贷的停滞、资产泡沫的破灭和美联储当时的不作为是大萧条的直接成因。多亏了罗斯福采取新政，勇于尝试新的宏观经济管理模式，敢于承担失败的风险，美国最终才走出了大萧条的阴影。伯南克在弗里德曼生日会上的致辞中还谈道，在当时的纽约联储主席本杰明·斯特朗去世之后，美联储群龙无首，缺乏领导人物。而由于华盛顿对于斯特朗在世时美联储的强势早已心存忌恨，在斯特朗去世之后极力压制美联储在政策上的话语权，所以货币政策无法在经济衰退中发挥作用。在弗里德曼90岁生日会上，伯南克还在致辞中对弗里德曼赞许道：“关于大萧条，您是对的，是我们美国人自作孽。但正是因为有了您，我们才可以保证不会重蹈覆辙。”这短短半小时的致辞，最终确立了伯南克领导下的美联储在危机时期执行强势政策的思路，以及美联储之后对于市场危机的应对策略。

美联储对于市场泡沫的解释，反映了它对有效市场意识形态的强烈忠诚，同时又不得不接受市场投机学派的理论和见解。虽然口头上拒绝，但格林斯潘和伯南克等在行动上却非常诚实。每当市场崩盘时，美联储就放宽货币政策。崩盘的级别越大，对应的货币宽松力度也就越大。而货币宽松力度越大，之后市场泡沫化的程度就越严重，后续的崩盘级别也就越高。最终，市场看穿了美联储的政策选择，市场价格的运行则反映了所谓“美联储看跌期权”——价格下跌幅度有限，而价格下跌时产生的收益却是一种上不封顶的、不对称的、类似期权的回报。这就是过去10年市场复苏过程中，市场参与者越跌越买的投机策略的理论基础。如今，经过过去30年历任美联储主席的政策训练，市场参与者对于市场的下跌产生了本能的膝跳式买入反应。这种市场回报的分布，严重扭曲了市场的估值体系，市场也因此变得越来越脆弱。

## 市场理性还是市场投机？

作为新古典经济学的一种延伸理论，有效市场学派认为，股票的内在价值本质上就是未来预期利润的贴现价值，而市场竞争力量会自动让股票价格

回归到与内在价值相等的均衡水平上。不同的是，市场投机理论拒绝接受这个观点。市场投机学派认为，复杂的心理和市场因素会让股票价格突然而剧烈地波动。

基本面估值分析法允许当前股票价格暂时高于或低于其均衡值（股票的内在价值）的水平。研究股票基本面的目的，是让谋求利润最大化的交易者发现股票的内在价值。如果一只股票被发现定价过高，那么那些知道这一信息的人就会从他们的投资组合中卖出这只股票，甚至做空这只股票，直到沽售的压力将这只股票的价格压低到其内在价值水平。相反，如果一只股票被发现定价过低，那么知道这一信息的人就会购买这只股票，直到对于股票的需求将股票价格推高到其内在价值水平。

显然，这是象牙塔里的世界观。有实际市场交易经验的读者都知道，市场价格可以持续偏离价值。同时，做空也是有成本的，并不是每一只股票都能融券做空。对于一些热门的股票来说，融券成本会很高。如果市场一致看清上市公司的问题，并一起做空这个公司的股票，那么市场上过分集中的仓位将会被充分暴露在市场其他交易员的视野里。这个时候，只要一个很小的多头仓位，就可以撬动市场，让股票价格因为大量的空头回补而上升，同时空头回补将进一步导致轧空行情。最后，股票空头因为被逼到了角落，不得不开始全面空头回补，从而展开最终的逼空行情。比如2008年的保时捷，几年前的康宝莱，现在的特斯拉，以及2020年3月底之后美国市场报复性反弹的行情，都有力地证明了即使去做空基本面羸弱的市场和个股，技术上的难度仍然很高，甚至会出现虽然做空逻辑正确但仍然被逼空爆仓的现象。由于做空往往有着这样或那样的限制，所以做空的力量通常会不足，市场价格也很难因为空头的存在而反映基本面的负面变化。这很可能是股票价格可以长期持续偏离基本面的原因之一。

根据有效市场假说，股票价格总是等于其内在价值水平，因为市场掌握了决定内在价值的经济基本面的所有信息，而市场会立即将这些信息反映到当前的股票价格上。在这个假说里，股票价格之所以出现变化，是因为市场认识到经济基本面已经发生改变，从而改变了内在价值，并立即将市场价格提高或降低到新的内在价值水平上。然而有趣的是，在1987年股市崩盘之后，一些有效市场假说的支持者试图辩称“理性泡沫”存在的可能性。然而，这么大的市场一天暴跌了近1/4是很难用理性预期去解释的。如果预期是理性的，泡沫破灭前的市场价格永远是对的，那么整个市场单日就不会出现如此幅度的暴跌。与股票价格有效反映所有信息的这一理论形成鲜明对比的是，在有效市场的进阶理论体系里，只要“理性”的市场参与者相信下一阶段存在市场价格高于其内在价值的可能性，那么“理性泡沫”就会出现。

有效市场假说和“理性泡沫”的概念受到了市场投机学派的强烈挑战。市场

投机理论的流动性偏好这个概念，暴露了美联储信奉的“理性泡沫”在理论上无用的优雅。股票价格的波动影响消费和投资水平，因此股票价格是社会总需求中的一个重要因素。股票价格上涨会造成财富效应，并影响边际消费倾向。股票价格上涨往往会刺激投资，其效果相当于降低利率或提高资本的边际效率。股票市场的现价相对于资本品供应价格的浮动，将对新的资本品的投资产生影响。如果股票价格高于新资本品的价格，那么新股发行将为资本品投资提供融资。但如果股票价格低于新资本品的价格，类似市净率低于1的时候，那么就不会有新资本品投资。如果二级市场股票价格持续低于现有资本品的市场价格，那么资本品投资将进一步减少。这时，投资者可以在二级市场通过购买足够的股份来获得公司控制权。

凯恩斯把基本面分析定义为预测长期收益，而把投机定义为预测市场大众的心理。简单地说，市场投机理论对股票定价有三个要素：人性，经济未来固有的不确定性，以及有组织的、交易成本低的现代交易所的制度。

很多人是短视的，因为他们胆小、贪婪还缺乏耐心。他们对于市场的价格波动很敏感，所以也不敢做长远的打算。人们往往急功近利，并从快速赚钱中体验到了一种特殊的快感。凯恩斯称大众天生的乐观主义为“动物精神”。但是，即使除去人性的因素，未来固有的不确定性使定义股票内在价值或长期收益，也就是用基本面分析来确定股票的价格，成为几乎不可能的事情。新古典主义的有效市场假说，假设市场的未来和过去非常相似。如果是这样，那么市场的未来就可以通过过去的市场数据进行统计预测。然而，未来真的仅仅是过去的统计反映吗？其实经验告诉我们，我们根本不可能知道未来。表面上，我们可以分析经济的历史和数据，但是由于未来并非过去的简单重复，这些历史分析的结果也许并不能提供统计上可靠的概率分布以预测未来。

正是由于经济的未来并非过去的简单重复，才有了证券市场。在一个未来完全可知的世界里，投资者会为了获得收益而长期持有证券资产，拒绝换仓，毕竟，持有资产的未来收益是完全可知的，因此证券市场就根本没有存在的必要了。由于储蓄和投资是互为镜像的一对行为，如果买卖双方对于未来事件发生概率的估算有意见不同之处，那么资本市场将把储蓄者和投资者进行有效配对。有效市场假说关注的是市场定价的效率，而流动性偏好理论则认识到，未来固有的不确定性会导致投资者换仓，从而市场会产生对流动性的投机性需求。因此，金融市场的主要功能是提供流动性，而不是有效定价。

归根结底，有效市场根本不需要流动性，因为在有效的市场里，人们会选择长期持有证券资产。相反，只要市场有充足的流动性，市场就不会是有效的。这是因为当流动性充足的时候，投资者并不需要对未来进行基本面分析而形成客观的预期和定价。这时，投机者主导市场，他们只需要预测

市场大众的心理，在流动性充足的市场里玩击鼓传花的游戏，时刻准备着把手里的股票以更高的价格抛售给接盘侠就可以了。因此，市场交易的产生，恰恰是市场对于流动性的投机性需求。对于市场投机学派来说，由于流动性投机需求占据了主导，因此很难确定以基本面分析为基础的有效市场价格，也没有必要去确定。A股市场的那句名言——“研究基本面，你就输在起跑线上了”——看来是有一定道理的。对于金融市场在流动性条件下产生的不同行为的错误假设，是有效市场假说的致命缺陷。

考虑到贪婪的人性和不确定的未来，只有在有秩序、有组织的金融市场里，人们才愿意持有股票。因为他们相信，在这样的市场里，如果有需要，他们可以快速抛售手上持有的股票并全身而退。由于现代交易所提供了流动性，让投资者可以用很低的交易成本成交买卖，所以每个市场参与者都会觉得自己的仓位会有足够多的买家，可以随时兑现。然而，如果是这样，作为一个市场整体，流动性反而是不足的。这是因为，如果每一个投资者都要同时减持兑现自己的仓位，那么市场整体就不会有足够的流动性以应对所有投资者同时兑现持仓的压力。这个现象，类似银行挤兑——在挤兑的时候，所有银行本质上都是破产的。存款准备金制度决定了，没有一个银行能够同时满足所有客户的取现要求。

对于为什么股票价格会持续偏离内在价值，新古典主义理论现在并没有更合理的解释。因此，所谓“理性泡沫”只不过是一种新古典主义的抽象概念，这个抽象化只是在回避解释泡沫破灭前市场的癫狂这个问题罢了。格林斯潘和伯南克的“理性泡沫”理论是调和市场投机理论和理性预期理论的一个尝试。这个折中企图既承认市场情绪在决定股票价格波动方面的重要性，也试图保持有效市场学派的理论正确性。

如果投资者认可经济未来固有的不确定性，并相信自己可以快速离场，那么投资决策通常是由短期预期的投机收益决定的。由于在一个有组织、有秩序的市场上进行交易的成本如此之低，市场参与者每天对股票价格的预期都是随波逐流的。而股票持有人可以不断折腾他们的投资组合，希望可以获取短期盈利。当人们不知道未来，同时也清楚他们不可能预知未来的时候，他们也就没有必要在乎过去和现在的市场基本面了。现代交易所允许业余投资者以低成本在所谓基本面估值的基础上，下注于不可知的未来变化。同时，专业交易员则热衷于预测大众心理，并在大众离场之前抢先一步抛盘，而不是预测持有股票的长期收益。在这样的市场里，股票价格的走势往往会显得相当荒谬。

由于股票市场是由大众心理所驱动的，并没有坚实的基本面基础，凯恩斯认为，“当过度乐观和超买的市场幻想破灭的时候，投机交易导致的价格飙升随时都会发生突变”。只有当大多数人放弃同时清仓离场的想法，市场对于不确定的未来的担忧才会冷静下来，这时交易所才真正有足够的流

动性。由于没有市场基本面因素来决定股票的市场价格，市场对未来的亢奋或恐惧往往会极端化。当市场人士一致认为未来市场价格预期将发生剧变时，市场就会出现从众效应，导致市场参与者集体性地买入或卖出。在乐观的预期下，这个从众效应将创造出一个投机狂潮。但当恐惧导致预期发生变化时，对于流动性的需求又会使流动性迅速枯竭。如果所有人都想要同时离场，那么就意味着没有人可以全身而退，一场金融危机也就由此诞生。

## 对于有效市场假说的辩解

对于1929年的大崩盘，加尔布雷思更专注于研究当时市场的主要特征和社会因素的影响。他认为这些都是当时产生投机狂潮和市场最终崩溃的决定性因素。投机狂潮的产生，不仅需要整个社会产生情绪变化并影响相当一部分人群，还需要建立一些市场机制，如融资融券、期权期货交易等。在一般情况下，人们的期望还是现实的。但人们渴望一夜暴富的心态是无法改变的。人性固有的贪婪，使人们希望用最少的努力以最快的速度致富。股票价格上涨初期往往是基于对企业利润增长的现实预期，但这种“理性”的初期涨幅反而使日后的投机情绪冠冕堂皇。在非理性乐观主义的状态下，政治、商业和社会领导人会让群众产生一种信任感。人们会相信，这些大人物一定会保证市场的安全，担保光明的未来，普通人可以通过投资好股票致富。同时，人们还会相信，这些大人物深谙市场运行的规律，并会在市场下跌的时候出手救市。

投机狂潮最有可能在经济经历了一段繁荣时期后出现。在繁荣的初期，股票价格开始上涨，人们预期公司盈利将会开始改善。同时，社会储蓄也必须充足，并迅速增长，以提供相应的流动性。如果这些条件成立，人们就会去寻找变现这些储蓄的方法。在20世纪20年代和80年代，不断上涨的股票价格之所以转变为投机泡沫，是因为当时的减税让高收入群体获得了大量盈余资金。这些资金最后进入了股市，而没有投资实体经济形成生产性资产。投机狂潮形成的初期，市场制度的发展使人们能够借钱加杠杆买入大量股票。1929年和1987年市场崩盘之际，市场杠杆水平都很高，整个市场的参与者普遍债台高筑。此外，当时的金融创新，比如各种金融衍生品，也使人们更容易参与股票买卖。

在市场上涨了一段时间之后，人性里纯粹的投机本能将占据上风。这时，人们不再费力去寻找股票价格上涨的基本面原因。其实，大家都知道股票价格不可能永远持续上涨，但每个人还是会相信自己足够聪明，能在股票价格下跌前比别人先退出市场。到了这个时刻，投机泡沫最终只能以股票价格急剧下跌的方式来结束。除非政策制定者愿意在市场泡沫形成的初期就执行紧缩的货币政策来抑制泡沫，否则泡沫只能越吹越大，并最终以大

崩盘告终，就像1929年10月和1987年10月一样。但之前我写到，伯南克在弗里德曼生日会上的致辞，显示了美联储拒绝收紧货币政策来刺破市场泡沫的倾向。在沃尔克伟大的货币政策实验之后，美联储宽松的货币政策倾向开启了美国股市30年的长牛（如图2.2所示）。虽然中间穿插着这样或那样的市场危机，但美联储总是会拯救市场于危难之际。那些在泡沫破灭之前直言不讳地预警泡沫的人，将会被社会大众嘲笑，讽刺他们与新经济的现实脱节，但在泡沫破灭后，社会大众又会去寻找替罪羊。往往泡沫破灭后出现的情况是，那些在市场飙升时赚大钱，并被赞为才华横溢的人，最终都会被查出来是骗子，或是操纵市场进行内幕交易的人。看看2015年5000点泡沫破灭之后，中国证监会揪出来的一系列著名市场人士的内幕交易事件。然而，很多股民在心里仍然把这些当年在A股市场叱咤风云，但后来锒铛入狱的人物奉若神明并顶礼膜拜。

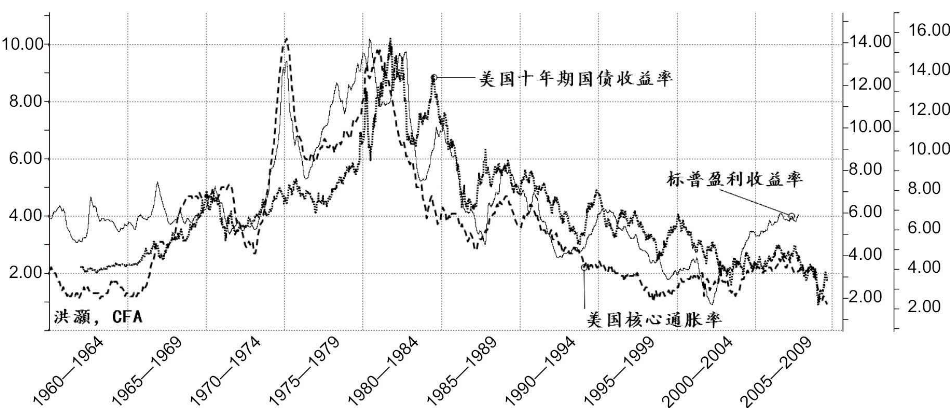



图**2.2 20**世纪**80**年代初期，沃尔克驯服了通胀，美股开启史上最长的牛市

注：美国核心通胀率（左轴），标普盈利收益率（右轴内），美国十年期国债收益率（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

从1987年10月19日的崩盘开始，到20世纪90年代新经济的繁荣期，股票价格的波动都深深影响了格林斯潘的政策和理论。然而，在大众疯狂的头脑中，格林斯潘却是加尔布雷思所描述的，在危机中将出手救市的大人物的典范。股票价格在1987年10月的“黑色星期一”崩盘之后，在短短两年内又迅速回升至1987年崩盘前的高点。因此，市场对于格林斯潘的信任逐步开花结果。1987年，格林斯潘在股市崩盘后次日的开盘前，以个人名义发表了一篇简短声明：“美联储作为美国的中央银行，今天申明，它有责任，并已经准备好为支持经济和金融系统提供足够的流动性。”市场对于

格林斯潘的这份“个人声明”的理解是，如果商业银行不能提供流动性，那么美联储将准备直接向股市提供流动性。到了2020年3月大崩盘的时候，现任美联储主席鲍威尔也发表了类似的声明。结果，市场在这次历史性崩盘之后，在短短的一个月里就收回了约2/3的失地，甚至比1987年反弹的速度还要快。在2020年的新冠肺炎疫情引发的大崩盘之中，美联储救市的力度空前绝后，比格林斯潘和伯南克时期更甚。从市场技术反弹的力度来看，市场对于美联储拯救市场能力的信任越发根深蒂固了。

1996年，股市的市盈率和股息收益率都显示市场被严重高估了。当年12月，格林斯潘发表了著名的以“非理性繁荣”为主题的演讲。格林斯潘的评论让市场普遍认为，他对股市的投机行为非常担忧，因此美联储正打算采取一些措施，抑制市场的过度投机。在格林斯潘的演讲结束之后，日经指数闻声暴跌了3%。当晚，全球的其他市场如多米诺骨牌一般纷纷倒下。格林斯潘演讲完毕下班回家之后，他的太太问他：“我今天看到你在电视上讲话，后来市场就暴跌了，你到底都讲了些什么？”格林斯潘微微一笑说：“你觉得呢？”之后，格林斯潘因为他的“非理性繁荣”的言论而受到了共和党国会议员的公开批评，认为他作为一个美联储的重量级人物不应该公开地“唱空经济”。然而，格林斯潘还是在1997年3月上调了联邦基准利率，市场在短暂下跌之后重拾升势。这时，格林斯潘的言辞重新回到了“理性乐观”的主题。格林斯潘向国会保证，美联储并非，也不会针对股市，他本人也无意唱空股市。在1997年7月的一场演讲中，格林斯潘将当时股票价格的上涨归因于温和的通胀、长期下行的利率和投资者的预期。他认为，在那样一个相对稳定、低通胀的市场中，利润率和盈利增长将保持稳定，股票价格将不断上涨。

到了1998年夏天，格林斯潘把股票价格的上涨看作新经济“良性循环”的关键。格林斯潘认为，如果企业持续在信息技术领域保持高投资率，只要工资水平保持相对稳定，那么已在高位但仍然不断上涨的股票价格不仅是理性的，而且会有助于投资持续增长。投资新技术提高了生产率，并因此降低了生产成本。如果是这样，未来的预期利润只会更高，股票市场也将有效地把未来不断上升的利润反映在越来越高的股票价格上。股市上涨产生的财富效应将拉动消费，刺激社会总需求，使下一步投资变得更有利可图。随着股票价格的上涨，资本成本降低，额外的新投资也就很容易获得融资。这就是格林斯潘所说的“良性循环”。

格林斯潘多次把证券分析师向上修正企业长期盈利预测作为市场上涨的一个关键。他认为正因为如此，投资者才会不断入市，并造就了历史上最著名的牛市之一。然而，格林斯潘也担心股票价格上涨对总需求的财富效应会导致通货膨胀，因此美联储开始加息。尽管格林斯潘对新经济的“良性循环”发表了乐观言论，但他和其他美联储官员也不得不开始着手研究股

市泡沫的问题。

1999年夏天，格林斯潘在国会的证词中表示，他在一定程度上是接受市场投机理论的。他在证词里说:“历史表明，由于乐观情绪可能随着经济的长期扩张而增长，所以资产价格将攀升到不可持续的水平。”这时，他开始对自己的“良性循环”理论有所保留，他告诉国会：“这是一种毫无根据的狂热，会把股票价格推到难以承受的高度。”但格林斯潘最终还是坚持他的有效市场的初衷，认为泡沫只有在形成后才能察觉。他说：“要想提前发现泡沫，就需要成千上万的投资者同时做出完全错误的判断。然而，所有投资者集体错判的可能性是很小的，因此做空市场非常危险。”

1999年，在杰克逊霍尔货币政策研讨会上，格林斯潘在有效市场假说和市场投机理论之间显得摇摆不定。格林斯潘在演讲中提及，当危机出现时，人性的恐惧会诱发市场的非理性倾向。但格林斯潘仍坚持广大投资者判断的合理性：“要预测泡沫即将破灭，也就是要预测资产价格将会暴跌。而这个价格是由成千上万的投资者集体判断所决定的。这些投资者中的许多人非常了解上市公司的前景，因此，他们集体错判的概率很小。”

在这次研讨会上，伯南克也发表了演讲。伯南克认为，如果有效市场假说成立，那么泡沫根本就不会存在。伯南克认为股票价格可能会因为基本面或非基本面因素的变化，或因为两者的同时变化而产生变化。这个对于有效市场中非基本面因素的论述，似乎显示出伯南克在向市场投机理论倾斜。他还认为，由于很难将市场价格的变化完全以经济基本面的变化来解释，投资者在市场泡沫中将表现出“非理性行为”。然而，伯南克在泡沫无法预测这一论点上比格林斯潘更极端。他认为，“即使在泡沫形成之后，也很难确定它，甚至不可能确定任何异常的市场波动就是泡沫”。显然，尽管口头上否认泡沫的存在和预测，但1999年夏天股市的泡沫已经开始吸引美联储官员的注意。然而，美联储的有效市场的倾向使它继续坚持泡沫无法预测的原判。这时，美联储的论调在新的事实例证面前基本上就变成了“睁着眼睛说瞎话”。

在2000年3月市场见顶后，美国股市进入了大熊市。互联网泡沫破灭的过程与加尔布雷思对股市泡沫破灭后常见现象的分析非常吻合。随着安然、世通等大型企业倒闭，安达信会计丑闻被曝光，那些在泡沫时期被誉为有远见的企业家、金融家成为千古罪人，有人甚至锒铛入狱。对于格林斯潘的信誉损害最大的，是投资者在证券分析师的鼓吹下疯狂买入那些价值相对于其盈利能力被严重高估的互联网高科技股。然而，直到2000年12月，互联网泡沫破灭之后的九个月，格林斯潘仍然声称，股票价格攀升是建立在成千上万名证券分析师对盈利预期持续上调的基础上的。这些分析师对企业长期收益的预测是基于“他们与企业管理层的密切沟通”。他们对于技术进步产生的协同效应和网络经济的潜在收益有着非常清楚的认知。

在2001年，当股票价格暴跌迫使美联储官员不得不承认股票价格泡沫已经破灭时，格林斯潘继续坚持有效市场假说。他认为，识别泡沫及其最终的破灭异常困难，因为价格波动往往反映了不断变化的基本面因素，资产价格的上涨就是对泡沫的预测这一认知很可能与投资界背道而驰，如果人们已经意识到资产泡沫，那么资产价格就不会这么高了。

然而，随着大众越来越认清一些分析师的嘴脸和割韭菜的各种伎俩，格林斯潘也开始批评那些曾经为他的有效性市场观点提供论据的证券分析师。这时，连格林斯潘也不得不承认，分析师一直过分乐观，因此夸大了长期收益的预测。他为自己辩解说，这是由于一些上市公司为了卖股票，要和承销股票的证券公司的分析师搞好关系。这与加尔布雷思对泡沫破灭后的描述是一致的：华尔街的经济学家、证券分析师在20世纪90年代唱多自己持仓的股票。这些曾经的所谓金融天才，很多都是不折不扣的骗子。

在2002年的杰克逊霍尔货币政策研讨会上，格林斯潘在他的开场演讲中试图解释20世纪90年代的大牛市。格林斯潘本来想提出一个有效市场学派的解释，但最后听起来却像一个市场投机学派的分析。他认为，随着创新步伐加快，盈利预期上升，股票价格因为股票的实际风险溢价相对于债券收益率下降而上涨。格林斯潘承认，20世纪90年代的市场可能是非理性繁荣。他说：“如果实际风险溢价下降，导致波动率永久性降低，那么股票价格本可以稳定在2000年夏天的水平。问题在于，只要短期内市场把预测毫无根据地线性外延，就有可能将股票价格推到无法承受的高度。”然而，在同一个研讨会上，伯南克在发言中仍然坚持泡沫根本无法识别的观点。他认为，市场的定价依靠于金融专业人士对“不可观察的基本面”的估计，而这个共识已经反映在资产市场价格上了。

## 市场泡沫的政策应对

即使泡沫可以被察觉，泡沫破灭也将导致经济活动大幅萎缩。格林斯潘和伯南克都认为没有任何政策可以预防和控制泡沫。格林斯潘不同意货币紧缩可以减少总需求，从而逐渐调控股票价格的观点。他提出在利率上调之后，股票价格往往会上涨。从事后验证的角度来看，股票价格会随着利率的上涨而上涨，这是因为在格林斯潘时期，股债之间回报率是负相关的。这是当时对冲基金构建它们的对冲投资组合时最重要的理论基础：市场下跌的时候，以债券的回报来对冲股市的风险。对冲基金也因此得名。在格林斯潘的理论中，似乎有一种与市场投机理论不谋而合的共识：历史表明，泡沫往往不是逐渐或线性地缩小，而是难以预料地突然崩溃的。然而，格林斯潘最后还是回到了理性市场理论，他认为长期的经济扩张促使人们“更理性地承担风险”，而这种行为模式是很难通过适度收紧货币政策来避免的。

对于格林斯潘和伯南克来说，适当应对市场泡沫的政策原则，就是在市场上涨的时候避免用政策来刺破泡沫。货币政策只用来控制股市上涨产生的财富效应，以及其带来的通胀压力，就像1999—2000年美联储上调基准利率那样。当泡沫破灭时，中央银行应该采取宽松货币政策来提供充足的流动性，将实体经济和金融部门受到的损害降至最低。这种政策的选择，很可能与伯南克对日本央行在20世纪80年代后期对于日本资产泡沫调控失败的研究有关。

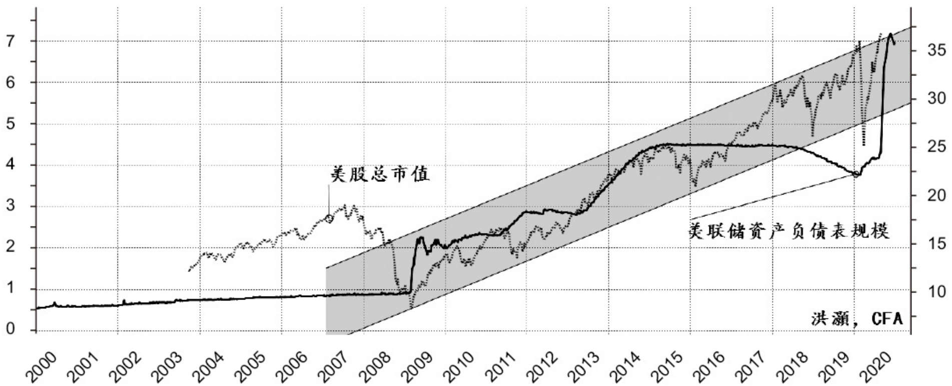



图**2.3** 市场危机时，美联储马上扩表，美股总市值随之恢复并上升

注：美联储资产负债表规模（左轴，万亿美元），美股总市值（右轴，万亿美元）。
数据来源：彭博，作者计算。

在如何应对不断膨胀的市场泡沫这个问题上，格林斯潘、伯南克和凯恩斯的市场投机理论倒是基本一致的。他们都认为，收紧货币政策在抑制泡沫方面确实是无效的。早在1928年，凯恩斯就提出，紧缩的货币政策只能引起经济萧条，而经济萧条将抑制股票价格上涨。伯南克引用了凯恩斯在1930年出版的《货币论》中的言论，认为美联储在20世纪20年代过高的利率对投资产生了负面影响，导致了1929年的股市崩盘和后来的大萧条。加尔布雷思在他的著作《1929年大崩盘》里写到，市场上最善意的谎言是，相信美联储，特别是美联储主席这样的大人物能够有效控制金融和经济的繁荣与衰退。

加尔布雷思在《1929年大崩盘》以及随后的著作和证词中，对处于早期阶段的投机泡沫提出了两项具体的政策建议。第一，美联储主席等政府官员应该公开警告股市正处于非理性高位。当然，这需要一定程度的政治手腕和勇气。格林斯潘发表“非理性繁荣”言论后，遭到了国会中的共和党人的

谴责，当时格林斯潘似乎知难而退了。第二，美联储应该提高保证金要求。如有需要，把保证金直接上调到100%。美联储的这些言行和政策，对于抑制投机的心理的综合影响将是巨大的。

然而，格林斯潘和伯南克都不认为通过提高保证金要求就可以有效控制泡沫。格林斯潘认为，保证金的数额太小，投资者可以从其他方式借钱加杠杆，或购买期权等。这些行为都将推升股票价格。格林斯潘也不认同投资者会将保证金要求上调解读为美联储将很快收紧货币政策以戳破泡沫的信号，除非这样的政策被实际执行，否则市场是不会理会美联储的言辞的。显然，我们在之后的内容里将要讨论的，中国市场2015年夏天的那一场泡沫的经验，有力地反驳了格林斯潘的这个观点。有趣的是，虽然伯南克拒绝了加尔布雷思的政策建议，但是他认为投资者教育可以使投资者更理性地参与市场投资。

格林斯潘和伯南克的理论对资产价格泡沫的影响是显而易见的。在长期担任美联储主席期间，格林斯潘经常谈及政策造成的道德风险，但同时又大力宣传自由市场和机构监管最小化。格林斯潘拒绝对金融衍生品和对冲基金进行监管。例如，美联储组织营救对冲基金长期资本管理公司就造成了巨大的道德风险。格林斯潘和伯南克认为，因为股票价格上涨可能是理性的，所以应该让股市泡沫自然发展，然后在泡沫破灭后推行异常宽松的货币政策。这种货币政策的思维，鼓励了资产价格泡沫不断出现，制造了一种新的道德风险。

在《投机理论》一文中，巴舍利耶的著名结论之一是，“投机者回报的数学期望值等于零”。通过寥寥数字，巴舍利耶全盘否定了证券分析师这个职业——但这个结论似乎有些言之过早了。法玛在他的论文里从未提到证券分析师这个职业一钱不值。事实上，法玛曾在论文里写到，一些出色的分析师是可以帮助股票价格即时反映市场信息的，而“在这些出色的分析师影响下的市场里，基本面分析对一般的分析师和普通投资者就变得毫无用处了”。此外，法玛的研究证明了低估值、高贝塔小盘股从长期来看是可以战胜市场的，并量化论证了市场里的一些价格无效现象的持续性。法玛的量化模型使基金经理大卫·布斯名利双收，芝加哥大学布斯商学院就是以这位基金经理的名字命名的。与此同时，希勒的理论显示，“股市的起伏会淹没个股信息，使有效市场假说不大适用于整体股市”。凯恩斯、加尔布雷思、萨缪尔森、法玛和希勒等学者的重要著作，证明了股市的未来走势在一定程度上是可以预测的，但个股走势的预见度则较低。因此，宏观策略师的一项重要工作就是，认识到掌握市场时机并非“一门无用的科学”，即使市场择时只适用于少数有准备、有把握的人。

## 实例：2015年夏天的中国泡沫

无论再怎么炒作，二加二仍然等于四。

——塞缪尔·约翰逊

2015年夏天，中国股市从2014年年中的2000点左右，迅速飙升了3000点，达到5000点的高峰。2015年6月15日，上证指数开盘于当时市场周期的最高点5174点。但当天收市的时候，上证指数跌了2.1%，是当时近两周市场最大的单日跌幅。当然，2.1%的单日跌幅在A股的历史上并不罕见，市场大众当时觉得这只是一次普通的回调。毕竟，市场在5月28日有过一次近7%的单日暴跌。在那样剧烈的单日暴跌面前，2.1%的调整有一些小巫见大巫的味道。而且，当时中国人民银行已经开始通过降息和降准大幅放宽货币政策。《人民日报》甚至认为，“4000点才是牛市的起点”。市场坚信，政府部门是不会让市场倒掉的，中国正在经历着中华民族的伟大复兴，而这种宏伟的愿景也应该从股票价格上表现出来，让普通的散户也能分享这个伟大的复兴进程的利益。这个想法，从表面上看似乎没有什么大的问题，也似乎和上文讨论的，加尔布雷思对市场泡沫时期出现的社会现象之一——相信“大人物”非常吻合。市场相信有“大人物”的存在，而“大人物”是不会眼睁睁地看着市场下跌的，一定会出手相救。

6月13—14日是周末，我在埋头赶一篇题为“伟大的中国泡沫：八百多年历史的领悟”的研究报告。写这篇报告的目的是，向市场投资者预警当时泡沫即将破灭的风险。因为根据我的知识架构和市场经验，当时A股市场密集分布的极端回报率和极速的换手率，是市场泡沫快要见顶的重要标志。当时，自由流通股在中国的平均持仓时间为一个星期左右。相比之下，1990年中国台湾的泡沫濒临破灭时，股票的平均持仓时间在两个星期左右。换句话说，2015年6月的时候，A股的换手率比1990年中国台湾的泡沫濒临破灭时还要快约一倍，而当年中国台湾的泡沫最后以暴跌80%收场。2015年夏天的A股市场里，所有人都在忙于寻找下一个接盘侠。然而，随着小概率的极端回报不断累积，投机利得必须加速上升以补偿投资者承担的日益累积的风险。但维持这种系统稳定的概率也在迅速递减，久而久之，则无以为继。

“历史经验表明，未来6个月将是一个泡沫破灭的关键时间窗口。”我在6月15日的市场预测报告中写道。6月16日该英文报告被翻译成中文之后正式发表。我也很荣幸在当天市场开盘之前，在彭博社做了一个约半小时的专访。6月16日，上证指数暴跌162点，明显收于5000点以下。余下的就是历史了。虽然从2016年2月开始，上证指数有所修复，但是直到2018年10月19日下跌到2449.197点，才最终止跌，并开始逆转下行的趋势。很有意思的是，这个最终的低点，和我在2016年6月6日发表的市场报告《市场见底：何时何地》里预测的最终市场底部会位于2500点附近完全吻合。或

许正因如此，彭博社把我誉为“预测中国市场泡沫始末的人”。

2015年6月的中国市场明显是一个巨大的泡沫。随着上证指数迅速飙升超过5000点，当时专业的基金经理之间流行的一个策略是随行就市，但如果市场有任何风吹草动，就马上斩仓离场。当时，市场几乎每天都有万亿元的成交额，打破了世界纪录——是美国的一倍多，而且轻易地使任何其他市场相形见绌。同时，上证指数几乎以垂直的形态快速飙升。天量的成交额，同时伴随着密集分布的极端回报率，是一个泡沫在其最后阶段的标志。当时我们面临的问题是：这个泡沫能有多大，能持续多久，以及这场轰轰烈烈的泡沫将如何收场？

这些问题都没有简单的答案。我们可以用上文提到的格林斯潘的“理性泡沫”理论来解释2015年夏天的A股市场。根据格林斯潘的理论，这个“理性泡沫”生根于一个理性的现代金融定价公式。回想一下，如果以永久的期限对公司股票的盈利（E）进行折现，公式里的折现率（R）和增长率（G）之间的差异决定了公司的估值市盈率（P/E）。或者简单地用公式表示为P/E＝1/（R-G），用文字来表达，也就是股票的盈利收益率（E/P）等于公司的净资金成本（资金成本和增长率之差）。折现率和增长速度之间的差值越小，公司最终估值的倍数就越高。例如，如果该差值为1%，那么公司对应的估值倍数则为100倍。

1938年，约翰·冯·诺依曼提出了一个极端的例子：如果贴现率等于增长速度的话又将如何？他的研究论证了在平衡增长的经济里，增长速度始终等同于市场利率或折现率。在这种极端的情况下，股票的估值将是无穷的。这就是著名的“成长股的悖论”。在一个利率迅速下降的实体经济里，用这个悖论可以证明的是，成长型公司的估值倍数应该是非常高的。当时中国经济经历的降息降准就是这种情况。只要折现率和增长率之间的差值迅速缩小，估值倍数甚至可以是无限的。只要利率趋同于增长的速度，即使增长速度放缓，估值也会很高。这个悖论似乎能够解释当时的市场面临的难题：中国市场的崛起似乎有理性的根源，但最后的结果却有很大的非理性成分。

这个观察与格林斯潘试图在有效市场假说和市场投机理论之间找到折中点似乎是一致的。当时，在中华民族伟大复兴的宏大愿景下，市场将上市公司的盈利增长的潜力大幅上调。许多创业板公司的盈利非常有限，然而在愿景的驱动下，它们的估值达到了几百倍的市盈率，并出现连续拉涨停的局面。或许央行认同格林斯潘和伯南克的理论，认为市场的泡沫或许是无法预测的。而当时中国经济的增速其实是在不断放缓的。如格林斯潘所想的那样，既然市场泡沫无法预测，甚至如伯南克所想的那样，在泡沫破灭之后也无法识别，那么当时货币政策的当务之急是，实施宽松货币政策以稳住不断放缓的经济增速，而不是收紧货币政策去控制市场泡沫。根据格

林斯潘的思路，如果当时贸然地收紧货币政策，那么市场泡沫破灭，财富效应转负，最终将压抑市场对实体经济的投资意愿，打破“良性循环”。那样的话，在泡沫破灭之前，在不需要马上直面泡沫崩盘之后的一地鸡毛时，放松货币政策来支持实体经济，同时以宽松的货币政策稳住市场，似乎是政策抉择中的上乘之选。毕竟，即便最后泡沫轰然破灭，还是可以遵循格林斯潘的思路，通过大幅放松货币政策来化解泡沫破灭之后带来的对经济和市场的冲击。反正，无论是有效市场学派，还是市场投机学派，对于泡沫破灭之后的政策应对，都是大幅放松货币政策。如果是这样，泡沫在破灭前能否被识别，又有什么关系呢？

当时的中国股市出现了A股历史上从未出现过的惊人一幕：尽管各项经济基本面指标都开始不断放缓，但上证指数和其他主要股指，仍以几乎垂直的形态飙升，与经济基本面相背离（见图2.4）。之前的A股市场与经济的走势基本上是一致的，从1990年初期，A股市场正式开启之后，到2015年之前便是如此。有读者或许不认可这个观察，认为A股的走势与中国经济的基本面没有关系。我认为，这是对A股市场最大的误解。之所以观察不到股票市场和经济基本面的相关性，是因为中国的A股市场往往领先实体经济大约6个月。同时，我们在做比较的时候，还应该注意到，股票市场的定价是边际的，而不是总量定价。也就是说，是股票市场的回报率在反映市场经济的增速变化，而不是股票市场指数的绝对水平在反映经济的总量。当我们把经济基本面的时间滞后性做了调整，并同时调整股票市场边际反映实体经济的方式之后，就可以清晰地展示出，A股和经济其实是息息相关的。

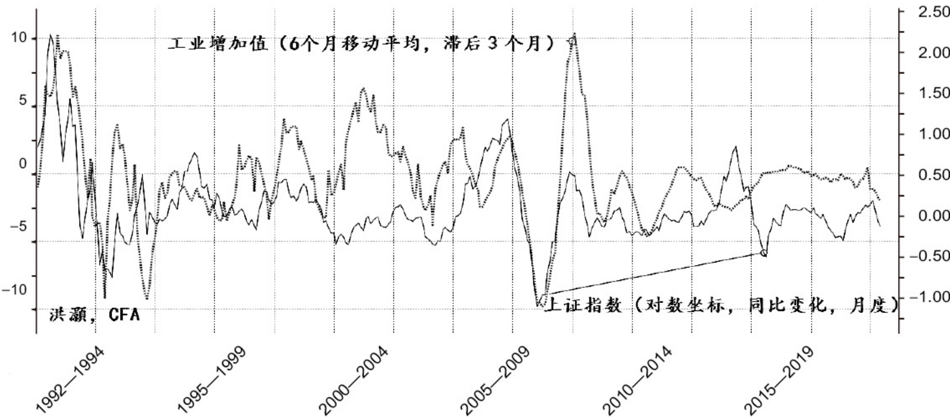



**图2.4 上证指数多年来一直反映了经济基本面，除了2014年年中至2015年年中**

注：工业增加值（左轴），上证指数（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

然而，市场上没有永远生长的魔豆。我们需要界定的是，在给定范畴里的市场价格的极限。在我们之前已经有很多人曾试图定义这个极限，但是失败了。就在1929年10月大崩盘的前夕，著名的普林斯顿大学教授约瑟夫·斯塔格·劳伦斯宣称："在一个巨大的市场里，在证券交易所投资的数以百万计的股民对股市做出定价。他们当下判断的共识是，股市在目前并没有被高估。"他进一步问道："那些似乎博古通今的人，是谁赋予他们权力否决市场聪明的投资者的判断共识？"如今，我们都知道那个故事的结局，对于泡沫的学术研究也取得了很大的进展。即便如此，我们还是没有看到有一个模型可以稳定地预测泡沫的形成和破灭——否则我们也不会都坐在这里上班了。在科学上，我们用奥卡姆剃刀原理或简约法，来确定一个理论的实用性。一个理论越简单，用的模型变量越少，对于将来预测的把控也就会越好。从这个角度看，虽然那个著名的LPPL（对数周期性幂律）模型有过成功的预测，但是有点复杂。同时，LPPL模型也没有预测到2015年6月的那场泡沫。

在前文的讨论里，我们也回溯了格林斯潘和伯南克的心路历程。与市场投机学派相反，他们认为市场的泡沫在破灭前是非常难以界定的。伯南克甚至认为，即使在泡沫破灭之后，泡沫也无法被准确识别。市场投机学派则认为，人性的贪婪、未来的不确定性和极低的交易成本，可以让市场快速偏离，观察不到基本面所决定的价值。人性的贪婪总是令人希望可以不劳而获、一夜暴富，这种心态再叠加未来的不确定性，使市场参与者努力的重点，并非研究持有股票的长期收益，而是揣测其他参与者对股票价格的心理预期。同时，由于市场具有良好的流动性，交易成本极低，营造了一种市场流动性极好的幻觉，使市场参与者误以为手上的仓位可以随时兑现。在这样虚假的担保下，积极参与市场投机以获得一夜暴富的机会，似乎是最好的选择。

当时的A股市场，把这些投机泡沫的特征展示得淋漓尽致。每天上万亿元，甚至是两三万亿元的成交量，让人们觉得市场的流动性似乎非常好，必要的时候可以全身而退。极快的换手率和极短的持仓时间显示，人们觉得自己比别人聪明，期待着找到下一个接盘侠使自己一夜暴富。

尽管市场投机理论的基础非常扎实，逻辑非常严谨，也因此成为经典，但这个理论并没有告诉我们辨别泡沫顶点的方法。当然，对于泡沫顶点预判的可能性隐含的逻辑，就是分析师会比其他参与者聪明。这是一个非常大胆的假设，要从市场成千上万的参与者共同决定的价格中找到瑕疵，识别泡沫见顶的信号，是一个非常具有挑战性的任务。然而，我们去做一件事

情，并不是因为它容易做。识别泡沫见顶这个任务非常困难，几乎不可能。但也正因为如此，去完成这个任务才更有意义。我们觉得，从历史数据中寻找一些线索去预测未来，反而会更有把握。正如古人所云，读史使人明智。

2015年的夏天，我花了大量时间研究分析了一共800多年的全球金融数据，从17世纪的英国股市，到18世纪的黄金和白银价格，再到19世纪的美国股市，以寻找识别泡沫的规律。我们的量化研究表明，一个典型的泡沫的发展往往需要5年左右的时间，并接近其峰值时展现出的密集的极端回报率。在一般情况下，当对数回报率持续偏离它的长期趋势超过两个标准偏差时，就是泡沫正在形成的标志。从发现泡沫，到泡沫最终破灭，通常需要大约6个月的时间。我们利用这个方法发现了26个历史上的泡沫，有21次是正确的。图2.5显示了极端回报率的分布情况和中国市场指数之间的关系。上述从800多年的全球数据中发现的规律，清楚地表现在这个图里：第一，随着泡沫进入高峰期，极端回报率开始密集分布；第二，极端回报率的密集出现往往先于泡沫的高峰期大约6个月；第三，这些极端回报率属于回报率概率分布的前5%。

也就是说，密集分布的极端回报率和过快的换手率是泡沫出现的标志。2015年6月到2016年初，是警惕泡沫破灭关键的时间窗口。随着泡沫进入高峰期，极端回报率密集分布的原因是直观的。交易员时刻都在评估比较继续保持仓位的回报率和现在马上兑现仓位的回报率。随着市场的上涨，回报率变得越来越高，在样本分布里出现的概率也越来越小。因此，随着回报率出现的概率下降，市场的收益率必须飙升，使预期收益率足够补偿交易员继续停留在市场里所要承担的风险——这就是为什么市场指数在泡沫的后期将近乎垂直爬升。然而，由于这些小概率事件在泡沫峰值附近不断积累，市场进一步上涨的可能性变得越来越小，直到极端回报率出现的概率变得非常小，使泡沫的崩溃最终不可避免地到来。

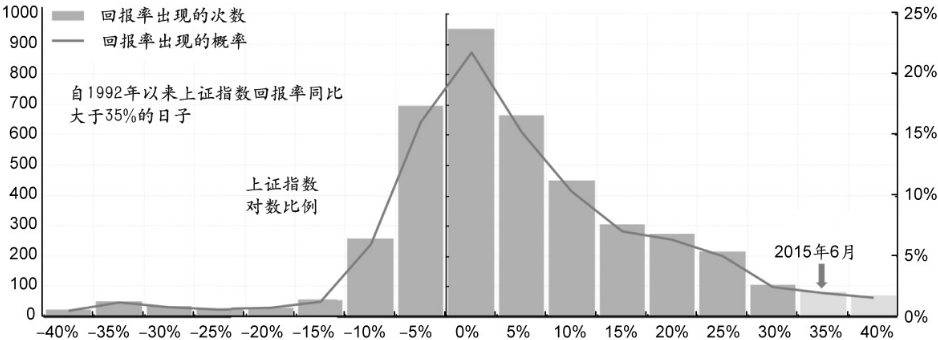


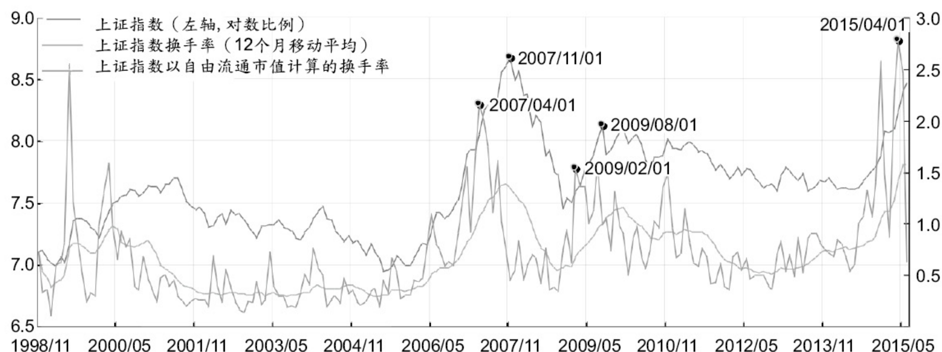
图**2.5** 泡沫高峰**6**个月前极端回报率开始密集分布，当时回报率出现的概率＜ **5%**

注：回报率出现的次数（左轴），回报率出现的概率和上证指数对数比例（右轴）。
数据来源：彭博，国家统计局，世界交易所联合会，作者计算。

如果这种解释成立，那么我们一定会看到市场换手率随着极端回报率的密集出现，在接近市场顶峰的时候加速——就与2015年6月市场出现的情况一样。这是因为交易员开始在不断缩短的时间窗口里内部评估自己仓位的风险，他们在试图完美地选择平仓的时间窗口。如果换手率加速和极端回报率的密集出现并发，这种情况应该可以领先市场泡沫的峰值长达半年左右。而在2015年6月，市场面临的情况的确如此（见图2.6）。在进行了自由流通股票市值的调整后，当时中国市场的股票平均持仓时间为一周左右——这是市场投机交易白热化的一个重要标志。大家都在忙着寻找接盘侠。值得注意的是，在1989年中国台湾泡沫的顶峰阶段，自由流通股票每年换手率接近20次。也就是说，在中国台湾泡沫的高峰期，自由流通股票的平均持仓时间大约是15天——比2015年中国股票市场的平均持仓时间长一倍。

中国的市场泡沫会在什么样的峰值水平破灭？这是一个比较难回答的问题。一个中国的市场谚语这样说道："牛市不言顶。"如前文所述，格林斯潘也曾说："泡沫的发现往往是后知后觉的。如果泡沫可以提前发现，那么也就是说成千上万的掌握着各种信息的投资者都是错的。与市场对垒通常没有什么好下场。"因此，大多数人宁愿让自己的声誉"顺势失败，也不要逆势成功"。

在2015年1月29日，我为彭博社写了一篇题为"中国2015：泡沫化国度"的市场展望报告。在这个报告里，我预见了中国股市将在2015年泡沫化。同时，通过比较债券和股票的收益率，我把指数目标价设定为4200点，而市场当时仅仅在3100点左右。到了2015年6月，这个目标价就显得太保守了。自从市场迅速、强势地突破了我的目标价4200点后，我认识到市场强大的向上冲刺动能，从那以后就再也没有设定特定的市场指数目标价格了。



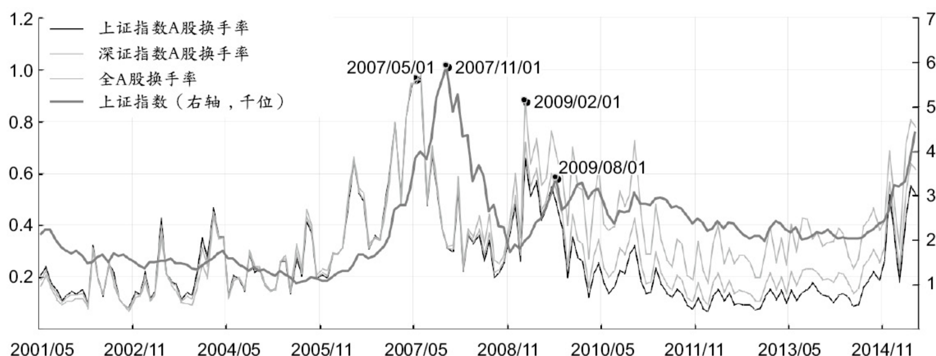




图**2.6** 自由流通股票每个月换手三次，平均持仓时间大约一周

数据来源：彭博，国家统计局，世界交易所联合会，作者计算。

尽管已经经历了几轮降息，但中国实际有效利率在考虑到消费和住房价格的通胀之后仍然高企。也就是说，中国将继续宽松的货币政策路径，以真正降低中国经济的债务负担。而实际有效利率往往可以领先市场的走势长达6个月左右，与上述讨论的变量确定的市场峰值的时间窗口基本一致（见图2.7）。

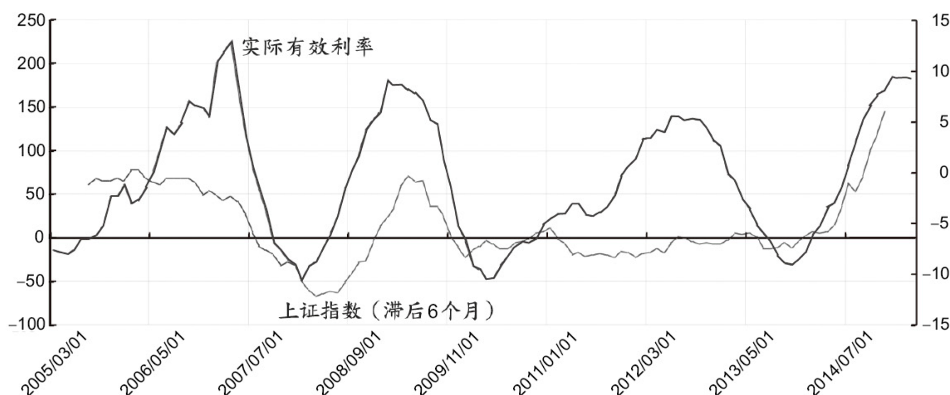



**图2.7 2015年夏天实际有效利率仍然高企，暗示货币政策将持续宽松**

注：上证指数（左轴），实际有效利率（右轴）。
数据来源：彭博，国家统计局，世界交易所联合会，作者计算。

1929年的大崩盘等先例已经证明，预见泡沫破灭的时间点是非常困难的，而金融市场崩盘很少发生在经济不景气的时候。例如，大崩盘前夕，美国的宏观数据都处于良好状态。大崩盘之前胡佛当选总统后也保持了乐观的政治气氛。事实上，声名显赫的哈佛经济学会在大崩盘之后的几天宣称："如果1920—1921年那样的大萧条不在概率范围之内，那么我们并没有面临一场旷日持久的清仓行动。"如此不合时宜的灾难性预测最终导致了该学会在1932年关门大吉。

在1987年的"黑色星期一"，道琼斯指数在开盘后不久便下跌了200点，但随后又恢复到2100点之上。当时看来道琼斯指数似乎能以约200点的亏损便调整到位，直到下午2点45分，一轮新的大规模抛售潮开始，导致道琼斯指数如自由落体一般在收盘前暴跌了400点。然而，这还不是悲剧最后的结局——后来人们发现，由于市场极端放量下跌，交易所电脑的运行速度滞后于市场交易时间几个小时。最终道琼斯指数的暴跌超过了500点，跌了约22.6%——这是道琼斯指数有史以来最大的单日跌幅。

显然，许多先知并不能预测泡沫崩溃的时间点，而未来也将如此。我在2015年6月16日泡沫到达顶峰即将破灭的时刻发表的报告，仅仅触及了问题的表面。在2020年写作本书的时候，在泡沫破灭了5年之后，我也不需要改写太多5年前的报告文字。当时面临的形势并没有简单的答案。即便成功预测了2015年股市泡沫的破灭，我们也不能保证在下一个泡沫来临的时候，我们没有被市场投机的热潮冲昏头脑。然而，我们应该听从凯恩斯的建议："让亚当·斯密负责那些长篇大论的理论书籍……我们只管活在当

下，指点江山，激扬文字，让写满了评论的纸张轻得可以随风飘扬。”或如鲍勃·迪伦唱的那样：答案其实就写在风中。

# 结论

讨论了这么多，市场究竟是否可以预测？凯恩斯曾说，经济学家都有两张面孔，鲜有只有一张面孔的经济学家。凯恩斯的戏言很好地总结了经济学家回答问题的方式。当然，这种回答的方法面面俱到，并没有什么错。很多问题的答案是否成立，都需要有假设的前提。丘吉尔因为凯恩斯的这句戏言，也曾打趣地说道：“我特别害怕问凯恩斯关于经济的问题，他总是一分钟一个答案。凯恩斯恐怕至少有三张面孔。”

市场的可预测性，也是有前提条件的。在正常的情况下，市场往往反映经济的基本面。关于基本面的信息无时不变，并在有组织、有秩序的交易市场里迅速地反映在股票的定价里。由于基本面消息的出现是随机的，因此每天股票价格的波动似乎是无序随机的。或许，这就是100多年前，巴舍利耶思考的有效市场假说的雏形。巴舍利耶认为，股票价格的波动追随着类似微粒子在空间里随机碰撞游走的轨迹，由于“有无数的因子在决定着这些价格的波动，因此也不可能用数学公式来精准地预测。对于市场动态交易的预测从来就不是一门精确的科学……市场里的投机大众，在任何一个特定时点都无法定论市场的涨跌，因为每一个价格都有无数的买家及卖家并存”。

也就是说，市场在很短的时间里，几乎是无法预测的。这也是为什么每天都在斩钉截铁地预测当天股票走势的人，基本上都是骗子。然而，股票市场每天的赢面略高于50%，长期形成了整体市场3/5～2/3的赢面。因此，从长期来看，股票市场的趋势总是向上的。又或者说，股票市场反映了人类社会不断进步的现实。巴舍利耶的投机理论虽然并没有回答市场是否可以预测的问题，但却为后来爱因斯坦的分子物理学奠定了基础。

后来的有效市场学派和市场投机学派之争，主要在于市场定价的方式，也就是泡沫是否可以预测。有效市场学派认为，股票价格反映了经济的基本面。每天关于基本面信息的变化，导致了股票价格的上下波动。如果股票价格明显偏离了其内在价值，市场中套利交易的力量就会进行高卖低买的操作，使市场价格重新回归股票的内在价值。同时，由于这些个股定价出现错误的概率是随机的，所以从市场的整体层面看来，这些定价的错误都会互相抵消，使市场整体的定价呈现出有效性。

市场投机学派则不这么认为。由于人性的贪婪、未来的不确定和市场流动性的偏好，短期的股票价格和基本面根本没有什么关系。基本面的历史数

据和现在的信息都无法预测未来，而未来并非历史数据的线性外延。因此，只要市场是有组织、有秩序、有流动性的，那么贪婪的人性和人类自我高估的倾向都会让人们认为自己可以比交易对手更好地预测未来的价格，而低廉的交易成本和市场在正常时期貌似充足的流动性，让投机者误以为可以在市场崩溃之前及时全身而退。然而，在股票价格飙升进入疯狂阶段的时候，任何风吹草动都可以让市场价格瞬间崩溃。这时，整个市场对于流动性同时的挤兑将使流动性突然枯竭，从而套住了市场里几乎所有的投机者。有效市场假说试图用"理性泡沫"的概念来折中与市场投机理论的分歧，让有效市场假说更接近于现实。然而，尽管有效市场学派承认了泡沫的一种特殊形式，但他们仍然坚持认为泡沫无法预先发现，甚至在泡沫破灭之后也无法界定泡沫的存在。这只是一种为了维护有效市场假说的学术尊严的诡辩，一种无用的优雅，一种象牙塔里的世界观。

但两个互相对立的学派在泡沫破灭后应该实施的应对政策方面都非常一致，甚至在泡沫破灭前的施政方针上也有许多相似之处。凯恩斯认为，过度紧缩的货币政策是造成1929年大崩盘和其后大萧条的主要原因。有效市场学派的代表人物——美联储主席格林斯潘和伯南克，似乎都找到了货币政策的尚方宝剑：在市场上涨的时候，美联储不应该用货币政策来针对市场的上行趋势。这时，美联储货币政策的重点是市场上涨产生的财富效应，并因此产生的通胀压力。只要通胀可控，投资效率的上升将使经济产生一个良性循环，推动市场不断上涨。然而，在市场崩盘的时候，美联储应该承担市场"最后一个看护人"的角色。这时，货币政策要极度宽松，尽力为市场提供流动性。也正是这种货币政策倾向，在过去30多年的股市上涨中，市场的回报模式类似"美联储看跌期权"。市场只需要忍受有限的损失，也就是以购买看跌期权的溢价为投入成本，就可以获得看似无限的上涨回报。市场也因此养成了一个"逢跌必买，越跌越买"的投机习惯。市场投机学派对于市场崩盘后的这种宽松货币政策的取向，似乎也并没有太多的异议。

尽管如此，市场投机学派也没有解决如何预测泡沫的问题。从市场投机学派的假设来看，虽然市场定价并不理性，但是市场泡沫破灭的时点也是无法精准预测的。然而，在市场价格运行到极端，最终泡沫化之时的价格转折点，就会变得可以预测了。我在2015年6月16日对于中国股市泡沫达到顶峰的预测，就很好地证明了这一点。当时，市场高企的估值显示，市场泡沫逐步达到了顶峰。在估值显示市场泡沫极端化之后，我们可以从一些市场交易数据里量化地衡量市场的疯狂程度，以推测市场泡沫破灭的时间点。比如，在2015年6月泡沫达到顶峰的时候，市场疯狂的成交量营造了流动性充足的假象，而疯狂的换手率显示了投机者在急急忙忙地寻找接盘侠。这时，市场的游戏规则变成了预测每天的价格波动，而不是去预测持有股票的长期收益。显然，这个过程是不可持续的。在小概率的超高额回

报率连续出现的时候，我们应该认识到这种事件在现实交易中出现的概率非常小，最后将无以为继。最终，也因为小概率事件的不断积累，市场继续飙升的概率越来越小。投机的癫狂，使市场轰然倒下。这时，所有人都希望离场，也就意味着所有人都无法安全离场。回过头来看，我在2015年6月16日对于泡沫破灭的时点、原因和触发点，以及泡沫破灭后最终的点位水平的预测，都是因为对的理由而做出的。

2020年6月，美国市场的估值再次回到了历史的顶峰，凸显美股的泡沫化（见图2.8）。即使经过了3月史诗级别的熔断崩盘，在美联储奋不顾身地再次充当市场最后的“救市主”之后，美国市场的估值又再次修复到历史高位附近，长期均值回归的过程中道而止。美联储的资产负债表规模，在短短的3个月里迅速扩大了两倍。当然，如前所述，市场是否有泡沫，和这个市场泡沫什么时候破灭，是两个截然不同的问题。美股市场的高估值仅仅回答了市场是否有泡沫这个问题。由于市场里散户的广泛参与，2020年6月，就连美国市场的期权交易量都创了新高，各大网上交易平台的活跃度倍增，开户数目飙升。显然，市场成交量的跃升使市场参与者都认为市场里有充足的流动性，认为自己可以先于其他参与者安然离场，全身而退。这时，市场的游戏规则就不再是研究基本面、预测持有股票的长期收益了，而是变成了猜测市场其他参与者的心理价格，以期可以用更高的价格抛售给下一个接盘者。在泡沫破灭之前，市场会笑话那些踏空的人，认为他们不懂市场，不懂新经济。那些在市场上涨时赚到钱的人都会自诩为天才，而市场舆论往往也会给予他们支持，对他们顶礼膜拜。然而，那些现在赚钱的人，很可能不是金融奇才，而是金融骗子。看看风光一时的瑞幸咖啡轰然倒下的故事。在写作本书时，美国股市的每股盈利增速已经见顶了。在公司无力继续进行大规模公开市场回购以及托市的时候，每股盈利高速增长的光辉岁月很可能在相当长一段时间里成为泡影。

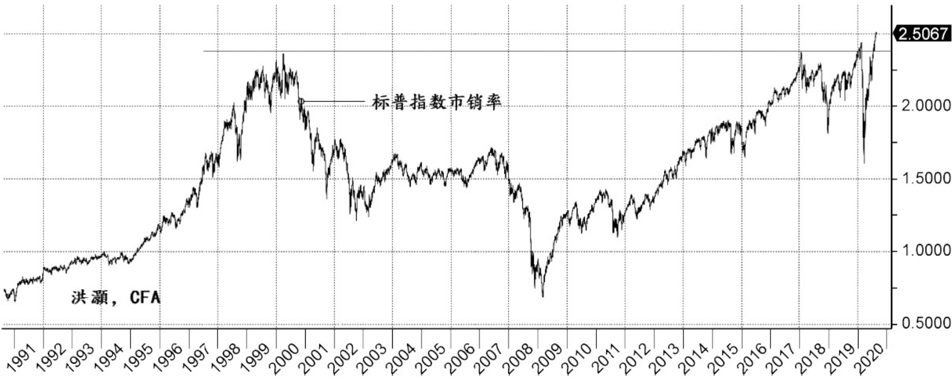
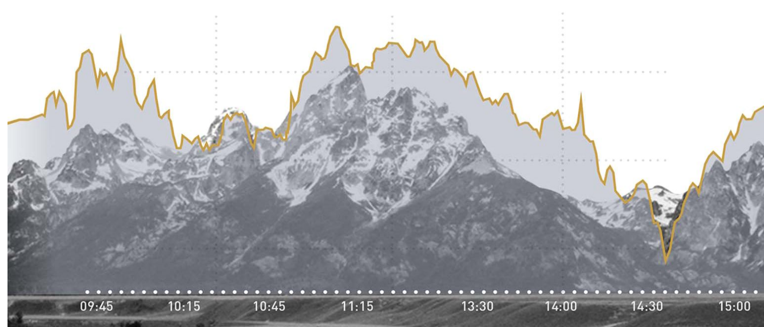



图2.8 标普指数市销率回到了2000年泡沫时期的顶峰

数据来源：彭博，作者计算。

第三章

# 经济是否可以预测



经济学家，就是一个明天才知道为什么昨天的预测今天没有发生的人。

——劳伦斯·彼得

保罗·萨缪尔森曾说过："过去的5次经济衰退，股票市场就预测到了9次。"这句话在经济学界里，已经脍炙人口了。由于股市和经济之间的关系非常密切，或者从直觉上说，如果是基本面在一定程度上驱动着股市，那么要预测股市，就不得不预测经济。这也是为什么中国市场里的宏观策略师往往还要承担经济学家的工作责任。有人说，中国的股市严重失真，早已经脱离了经济的基本面。在前文的讨论里，我们也论述了股市的定价可以如何与经济脱节。由于人性的贪婪、未来固有的不确定性、流动性好且交易成本低的市场的存在，通过基本面分析而确定短期股票价格，基本上是不可能的。在这样的市场里，人们希望不劳而获地赚快钱，市场上充足的流动性决定了投机者可以很快找到下一个买家，股票定价短期内可以完全脱离其所代表的公司的长期盈利能力。这么多年以来我们观察到的经典案例，往往都证明了这一点。如果是这样，那么预测经济还有什么意义？

在中国市场做市场预测的时候，我比较喜欢用上证指数作为预测的标的物。很多人可能会嗤之以鼻，认为上证指数早已失真，因此并不是中国经济基本面最好的反映。的确，由于历史原因，上证指数里的周期股和老工业板块、经济板块所占的比重非常大。一眼望去，上证指数的前十大权重股，是茅台、银行、保险和"两桶油"（中石油和中石化）等，这几个股票就已经占了上证指数权重的25%。然而，如果股市的定价在满足上述条件的时候可以完全脱离基本面，那么股市的预测在逻辑上就可以用任何标的物做指标。因为我们要预测的只是下一个投机者愿意为这只股票付出的价钱，而不是经济基本面决定的价值。很多投资者抱怨中国股票价格完全脱离了基本面，没有投资价值。然而，在一个投机市场里，市场是用来提供流动性的媒介，而不是用来有效定价基本面的工具。因此，我们选择预测标的时，应该找出最能反映市场流动性的标的，而并不是最能反映经济基本面的标的。上证指数历史悠久，同时在所有的主要金融报价软件里，中国市场往往是由上证指数来代表的，而不是其他一些狭义的指数，如上证50指数。这就像美国市场的报价往往是看标普指数和纳斯达克指数，而只有30个成分股的、等权重的道琼斯指数的报价往往只作为参考。

至于上证指数是否真实反映经济的基本面，我们在上一章已经论述过了，上证指数往往提前反映经济基本面的变化。同时，是上证指数的变化反映

经济基本面的变化和中国经济增速的快慢，而不是上证指数的绝对点位水平反映经济的总量水平。在做了股票价格变化时间上的领先调整之后，我们就可以看到上证指数点位的变化，反映的是3~6个月之后经济增速的变化。在做了时间调整之后，中国股票市场和经济的一致性就会跃然纸上（见图3.1）。




图**3.1** 上证指数的变化提前反映了经济基本面的变化

注：名义国内经济增加值（右轴内），上证指数（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

当然，在中国市场里浸淫了多年后，我们也深深地感受到为什么许多投资者对中国的经济和股市之间的关系有诸多抱怨。在国外，当经济数据好并超预期的时候，股市往往会因为基本面好就马上有所反应。股市的这种效应，在一些重要数据发布的当天，比如制造业平均工作时长、每周新增失业保险救济金领取人数、消费品制造新订单、非国防资本耐用品（除飞机）新订单、ISM（美国供应管理协会）新订单、建筑开工许可数量、领先信贷指数、息差和消费者信心指数等，会非常明显。

当这些经济领先数据好于预期的时候，股票市场往往走强，而债券却会收益率上升、价格下跌。这是因为在经济表现良好的时候，央行加息的概率或者不选择宽松货币政策的概率往往会上升，导致债券收益率上升。同时，基本面好转将导致市场整体风险偏好上升，也会推动股票价格上行。而在经济表现欠佳的时候，对于央行实施宽松货币政策的预期将导致市场债券的收益率下降、价格上升。由于投资者对于经济前景看淡，股票往往在债券价格上升的初期下跌，形成一种对冲的效应。许多风险平价对冲基金都是按照这个历史规律进行资产配置和仓位调整的。可惜的是，在2020年3月市场史诗级的暴跌中，股债双杀，甚至连投资级别的债券也在几个

星期之内跌去了25%的价值。这时，股债之间历史相关性的逆转，使债券失去了其对冲价值。许多大师级别的对冲基金经理纷纷马失前蹄。

在中国，市场参与者的博弈情绪非常浓重，往往采取逆向的思维对经济数据进行解读。比如，如果经济数据好于预期，市场往往就会解读为央行实施宽松货币政策的概率在下降，因此股票市场下跌。反之亦然。很明显，在中国市场里，市场的参与者并不那么关心基本面的好坏，而会关心基本面变化对央行实施宽松货币政策概率的影响，进而影响到市场其他参与者对股票定价的预期。在这样的市场里，投机主义占了上风，基本面分析则很难在短期内带来额外的收益。同时，这样的市场往往也容易沉溺于对流动性的臆测而出现波动，并在市场对充足流动性有强烈预期的时候产生泡沫化的趋势。可能这也是为什么在不做数据时间领先和滞后的调整时，中国股票市场的走势和经济基本面的变化似乎呈现负相关的关系：经济好，股市差；经济差，股市反而好。因为经济差的时候，股票价格里隐含着对宽松货币政策的预期。因此，市场参与者预期市场上的其他人将愿意为同一只股票给出更高的估值。同时，流动性的充足也将使市场参与者觉得自己可以在价格泡沫破灭之前全身而退。当然，在所有人都竞相奔向出口的时候，市场的挤兑导致没有一个人可以安全地走出去。

由上可见，中国股票市场对于经济基本面变化的反映，类似于美国的债券市场。尤其是最近几年，由于市场“资产荒”，部分股票投资者买股票的时候往往看的是股票的股息收益率。中国香港一些银行股的股息收益率可以达到5%以上，甚至更高，而一些公用事业股的股息收益率可以达到7%~8%。买股票犹如买债券。渐渐地，美国市场也出现了类似的情况，股债之间的相关性由历史上的负相关变成了正相关。这是一个令人担忧的市场现状：当债券失去了其安全性和投资组合风险对冲的功能时，在下一次的暴跌中，股债双杀的情况将会更严峻。在债券收益率步入负数的时代，债券的价格久期趋向无穷。市场利率只要有细微的波动，就会引起债券价格理论上无限的损失。如果是这样，在下一次暴跌来临时，投资者将无处藏身。2020年3月的史诗级暴跌，只是一次彩排预演。

## 如何预测美国经济

预测经济最重要的任务可能是预测经济运行的拐点。然而，多年以来，尽管数学理论和统计模型技巧已经突飞猛进，但对于经济拐点的预测仍然没有可靠的方法。美国有历史悠久的经济数据。早在1937年美国经济由于通胀压力上升而再次陷入衰退的时候，美国财政部部长小亨利·摩根索就让美国国家经济研究局（NBER）开发一组经济指标。当时，摩根索希望预测1937—1938年的经济衰退什么时候可以结束。这个经济指标开发项目，不仅让人们对经济拐点的预测有了一些系统性的认知，还整理出了一套追

踪经济表现的表格，也就是现在做美国经济分析时大家都经常用到的国民收入和生产账户（NIPA）表格。很多人可能并不知道，现在大家耳熟能详并广泛使用的GDP指标，是到了20世纪40年代才开发出来的。NBER在经济研究领域里前瞻性的研究工作是功不可没的。值得一提的是，NBER是一家私立民间机构，并不隶属任何政府经济部门或党派。它客观而详尽的经济数据和分析，以及它倡导的对于经济周期运行的理解和预测，都为我们今天的经济分析理论和方法提供了扎实的基础。

到了1961年，美国商业部下属的经济分析局开始对其每月发布的经济指标进行领先、同步和滞后指标的划分。根据当年NBER开发的经济领先指标，美国经济分析局以经济重要性、统计准确度、拐点出现的时间、与过去经济扩张和衰退的吻合度、数据频率和数据及时性等为原则，选出了12个领先指标，最后修订为11个经济领先指标，每月发布。在美国，以通胀调整后的实际GDP来衡量经济增长的长期基本趋势，从1948年以来大约为每年3.8%。当然，经济增长有快有慢，经济扩张中往往也穿插着衰退。所幸，经历了这么多个经济周期，经济的扩张往往是主旋律，经济扩张的时间长度远远超过了经济衰退。经济衰退的出现，往往是因为经济过热使美联储为了压抑通胀而过度收缩货币政策，但同时也压抑了经济增长；又或者是财政部的财政政策过于紧缩，公共支出不足或减税不得力，最终导致经济衰退。当然，有的时候，经济也会因为一些外来的冲击而陷入短暂的衰退，比如第一次海湾战争导致了美国历史上为期最短的经济衰退。而20世纪70年代的石油危机，与其他一些伴随的因素一起，也导致了当时美国经济的衰退。从1854年起，美国经济的扩张最长约120个月，最短约10个月；美国经济的衰退最长约43个月，最短约6个月。

经过了这么多年的积累，有这么多的领先指标，我们是否可以比较可靠地预测美国经济的拐点呢？毕竟，美国仍然是全球最大的经济体，其经济周期的运行与欧洲国家、中国的经济周期运行高度相关。能够比较可靠地预测美国经济周期的起伏，也就意味着对全球经济周期的运行将有比较好的把握。

## 经济同步指标、领先指标和另类领先指标

世界大型企业联合会每月都会公布一组经济领先、同步和滞后指标。顾名思义，那些预测经济未来状况的指标是领先指标，反映经济现状的指标是同步指标，而滞后指标则是那些事后确认经济拐点的指标。有的读者或许会问，如果经济研究的最重要的问题之一是对经济拐点的预测，而有着悠久历史的经济领先指标可以指引我们大致判断经济的拐点，那么为什么还需要经济同步指标和滞后指标？在接下来的讨论里，我们会看到，尽管经济领先指标有着悠久的历史，但这些指标对经济拐点的判断并不是万无一

失的。在过去100多年的经济历史里，它们曾错误地预警过经济衰退的到来，同时也曾错过一些经济的拐点。因此，经济领先指标并没有完美地回答关于经济拐点预测的问题。我们还是需要同步指标来告诉我们，现阶段经济运行的情况，以及用滞后指标来检验经济领先指标对拐点的判断。

## 经济同步指标

世界大型企业联合会的经济同步指标包括非农就业人数、个人收入（除转移支付）、工业产出、制造业和贸易收入。一般来说，这些经济同步指标并不是决定市场走势的关键数据，因为它们只是在告诉市场参与者有关经济现状的信息。如果像有效市场假说认为的那样，市场定价完全反映了基本面的信息，那么这些同步指标的发布早已被反映在市场价格里了。如果像市场投机理论认为的那样，市场定价有时候甚至可以完全脱离基本面，那么这些同步的基本面数据，也就影响不了短期市场的价格。因此，经济同步指标的发布，很少能改变市场运行的方向。市场交易员往往只是把这些同步指标作为交易的参考和当前仓位的交叉验证。

然而，同步指标并非一无是处。这些指标的价值在于，它们有着悠久的历史，甚至可以回溯到第二次世界大战以前。同时，由于这些同步指标的统计和测量不太需要事后修正，所以它们会比领先指标更精准、更可靠。美国实体经济里最广义、最重要的部门是：就业、收入、产出和销售。比如就业数据中，每周新增失业保险救济金领取人数就是一个影响市场走势的高频数据。

由于新冠肺炎疫情在美国大范围暴发，2020年4月以来，美国新增失业人数在几周之内就达到了2000多万，失业率超过了20%，数倍于20世纪30年代大萧条时期的失业情况。这是现在所有人都从未见过的情况。这种极端的失业情况，很可能是美国自2009年大衰退复苏以来很多新增就业都是临时的服务业职位所导致的。同时，整个产业链由于物流管理技术的进步，逐渐变成了一个依赖于及时供应的物流系统。这些实体经济里的结构性变化都加剧了这次经济衰退的失业压力。同时，由于新冠肺炎极易传染的特性，甚至连许多高端职业，都出现了失业的现象。当然，从事高端职业的人群，由于平时收入较高，应该有一定的积蓄，所以他们在经济衰退中感受到的压力应该没有社会底层人民高。

至于工业产出和销售数据，它们在历史上曾经占有重要地位。这是因为在1930年末NBER设计的NIPA表格在演化为今天被普遍使用的GDP指标之前，工业产出和销售数据曾是衡量经济表现的重要指标。当然，在20世纪三四十年代，美国的经济仍然以制造业为主。因此，这些与制造业相关的数据或许是当时对经济情况最好的表述。

这些经济同步指标是以月度的频率发布的。高频率的发布让这些指标比每季度发布的GDP数据更具有时效性。而且，GDP数据还经常会在一段时间后被显著修正，使这些数据对市场实时交易的影响很小。值得注意的是，经济同步指标并不会告诉我们经济增长的实际具体水平，而会确认经济运行的方向。对于同步指标这样的解读与我们之前讨论的关于预测的目标是一致的。GDP实际增速变化与经济活动同步指标亦步亦趋的情况，如图3.2所示。

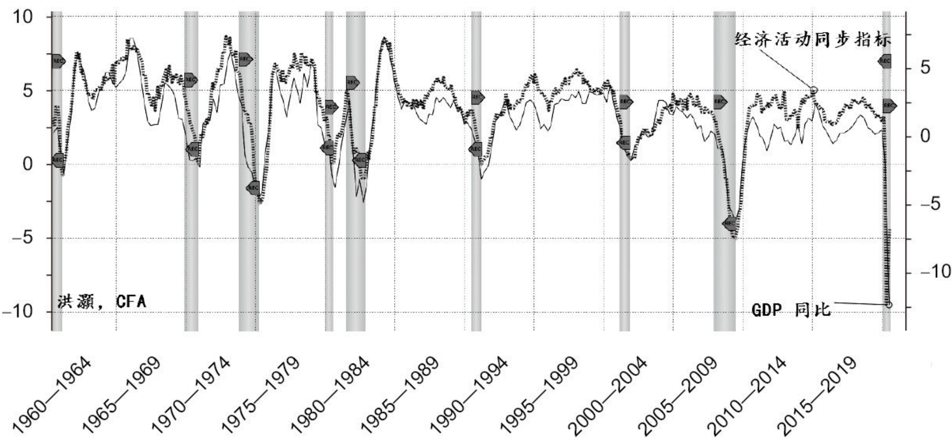



图**3.2 GDP**实际增速变化与经济活动同步指标亦步亦趋

注：GDP（左轴），经济活动同步指标（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

## 经济领先指标

其实，经济领先指标也无法完全可靠地预测经济和市场。世界大型企业联合会的经济领先指标里的成分数据，其实都来自其他经济数据统计机构。换句话说，构成领先指标的数据，其实在领先指标公布之前，就被市场参与者仔细地分析和研究过了。因此，我们也可以认为它们反映的经济情况早已计入市场价格了。同时，市场的价格是实时变化的。实体经济里的活动，虽然没有即时数据表达，但也是每时每刻都在改变的。一般情况下，领先指标是在所有的指标成分数据都齐备了之后再计算发布的。因此，尽管每一个指标成分数据本身都具有领先性，但因为领先指标发布的时间滞后而失去了它们的领先意义。经济学家往往会注意领先指标的长期趋势，以及它的持续时间、变化程度、一致性和扩散性，而不是其绝对水平。经济活动领先指标其实并不领先GDP实际增速变化的情况，如图3.3所示。

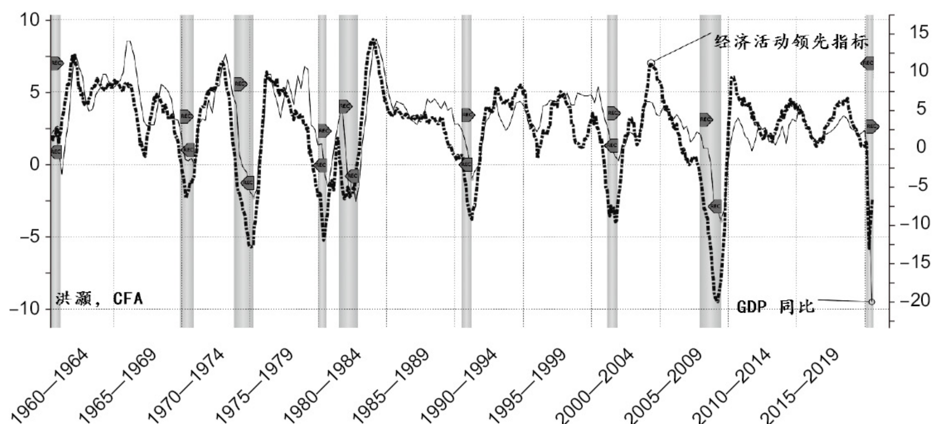



图**3.3** 经济活动领先指标其实并不领先**GDP**实际增速变化

注：GDP（左轴），经济活动领先指标（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

一般来说，经济领先指标里包含了10个领先经济的数据。我们可以把这10个领先数据分为3组：第一组，实体经济数据，包括制造业平均工作时长、每周新增失业保险救济金领取人数、消费品制造新订单、非国防资本耐用品（除飞机）新订单、建筑开工许可数量；第二组，金融市场数据，包括息差、股票价格；第三组，预期数据，包括ISM新订单、领先信贷指数、消费者信心指数。这些数据，仅仅从它们的名字来看，就是对于未来的预期，如新订单、消费者信心指数等。

虽然经济领先指标常常在经济增速放缓的时候开始下行，但是如何用这个指标对经济拐点进行预测一直是一个有争议的话题，至今悬而未决。一个完美的经济领先指标，应该每一次都可以预测出将要到来的经济衰退。当然，如此苛刻的预测要求，也决定了要达到这样精确的预测结果是不可能的，预测难免会给出错误的衰退信号。因此，我们要折中一下预测目标的两个极端：一个有用的领先指标，应该是避免给出错误的衰退预警，但是也要在衰退真的到来前释放出准确的衰退信号。毕竟，错误地预警衰退将造成的损失，远小于在毫无准备的情况下发生衰退会造成的损失。同时，预测也应该给出充足的预警时间，让人们对或许会出现的经济衰退有所准备。

对此，经济学家做了不同的尝试。在使用经济领先指标的时候，经济学家更关心的是指标变化的程度、持续的时间和成分数据之间的一致性或者扩散性，以及经济领先指标的长期趋势。由于指标每月都会发生变化，所以

以每月的变化来做出对经济运行的预测，将会使预测结果随时改变。通常的做法是，看经济领先指标的数据在给定的一段时间内有多少次是下行的。然而，如果以连续5个月的领先指标下行作为判断经济衰退将要到来的依据，那么预测将错过始于1988年的衰退；如果以连续7个月的领先指标下行作为判断依据，那么预测将错过1951年、1966年和1984年的经济衰退；如果以连续10个月的领先指标下行作为判断依据，那么预测将错过所有的经济衰退。这些例子告诉我们，如果在经济领先指标持续下行时等待过久，就会错失正确预警经济衰退的时机，增加事后应对经济衰退的成本。

既然我们知道没有一个指标可以完美地预测经济衰退的到来，那么我们可以把预测的目标改为在给定的一段时间内，以有多少个月指标下行作为判断依据，并找出一个最优的组合。比如，我们可以把判断的标准设定为：8个月中有5个月指标下行，或7个月中有4个月指标下行。也就是说，在给定的一段时间里，有超过半数的时间，经济领先指标在下行。如果出现这样的情况，我们就判断经济衰退即将到来。这个放宽了的预测经济衰退的标准，对20世纪90年代以前的经济衰退，基本上都能够有准确的预测。在做Excel（电子表格软件）数据模型的时候，我们可以用两个矩阵滚动计算连续7个数据里出现4个下行数据的频率。当条件公式结果成真的时候，用条件格式来突出衰退开始的时间，使结果一目了然。这个模型预测提示，在实战中是非常容易出现的。

然而，在实战中，交易员可能连看Excel模型的时间都没有，因为市场价格反映新信息的速度是瞬间到位的。因此，交易员往往会用一个简单的概率预测法：连续3个月经济领先指标下行，就意味着经济衰退即将来临。这个简单的方法预测的结果，和上述以7个月中有4个月指标下行为标准预测的结果，并没有根本的差别。值得注意的是，如果市场参与者大部分都以这个简单的概率预测法来计入新的经济领先指标的信息，那么市场价格马上就会有所反应，而不是按照前述更严谨的判断方法来得出定价的结论。即使判断失误，经济衰退最终没有到来，市场的价格在数据公布的时候也会有所反应。这很可能就是“过去的5次经济衰退，股票市场就预测到了9次”的原因。对于一个交易员来说，更重要的是预测市场价格的走势，而不是经济未来将要发生的变化。当宏观的变化发生时，一开始是非常缓慢的，然而一旦量变积累为质变，则往往是以迅雷不及掩耳之势发生的。因此，对于一个做资产配置决策的人来说，要把握宏观环境早期的变化，在经济领先指标发出预警的时候，无论最后的预测结果如何，都要对投资组合的资产配置进行微调，这样才可以有充分的时间避免让投资组合受到经济衰退的冲击。

## 另类领先指标

美国国债收益率曲线被誉为预测经济增长拐点最准确的指标之一。一般来说，在进行预测的时候，交易员可以用美国十年期国债的收益率，减去两年期国债的收益率或三个月国债的收益率，来衡量美国国债收益率曲线的坡度。在正常的情况下，债券的期限越长，其收益率就应该越高，反之亦然。这是因为期限越长，债券持有者被绑定的时间也就越长，就越要牺牲自己资金的短期流动性，并承担更多的不确定性，来获取长期的债券收益率。因此，在视觉上，一条正常的收益率曲线应该是一条斜率向上的曲线，一条左低右高、向右上角倾斜的爬坡线（图3.4中下半部分斜率向上的曲线）。

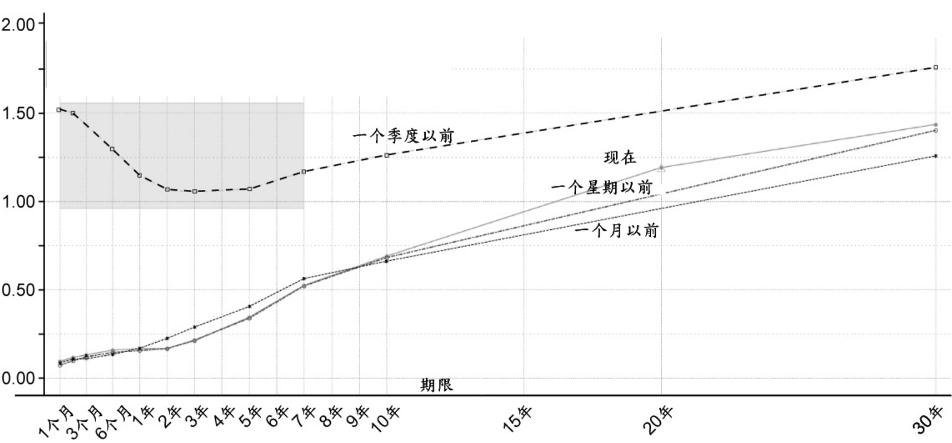



图**3.4** 美国国债收益率曲线从**2020**年第一季度倒挂到正常化

数据来源：彭博，作者计算。

然而近几年，随着各国央行逐步进入负利率区间，国债收益率曲线的短端交易变得异常。到了2019年下半年和2020年的第一季度，所有主要西方国家的国债收益率曲线都倒挂了。一条倒挂的收益率曲线往往预示着经济衰退的到来，而收益率曲线出现倒挂的情况，可以领先经济衰退最终的到来最长达18个月（见图3.5）。20世纪90年代以来，国债收益率曲线的倒挂，预示了美国经济的每一次衰退。可以说，这个指标预测的历史成绩，几乎是所有领先指标里最好的。收益率曲线倒挂之所以能够预测经济衰退的到来，是有经济基本面原因的。银行是实体经济的心脏和供血器官，银行系统的健康直接反映了整个实体经济的健康。很难想象，一个心脏病患者整体的健康状况会有多好。银行都是在金融市场上开展借短放长的业务的。当市场上的国债收益率曲线倒挂的时候，银行的短期融资成本将高于它放贷产生的利息收入。这时，银行放贷的意愿将下降，而实体经济将因为缺乏流动性而不能正常运转。这是从基本面的角度来解释国债收益率曲

线倒挂的现象的。

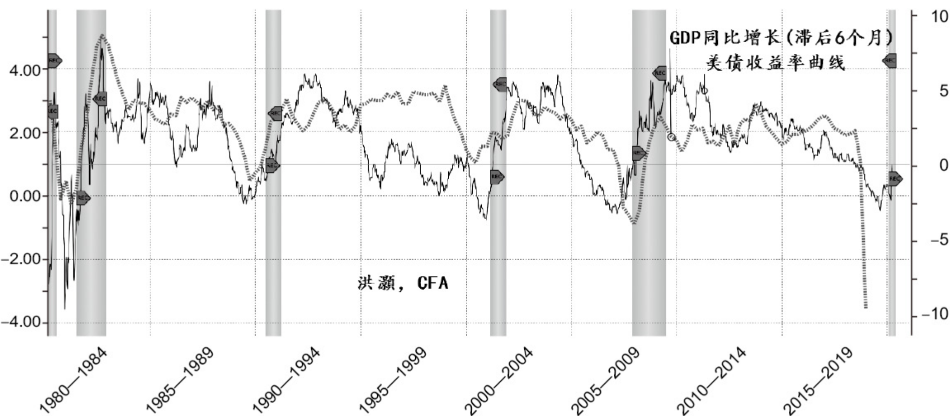



图**3.5** 美债收益率曲线领先经济增长可长达**18**个月（衰退时是负增长）

注：美债收益率曲线（左轴），GDP同比增长（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

从交易的角度来看，一条倒挂的收益率曲线显示了市场参与者整体风险厌恶的情绪。在交易员厌恶风险，需要把投资组合的风险降下来的时候，他们往往会把资金从短端挪到国债久期的长端，也就是买长期国债。这是因为美国国债是市场公认的最安全的投资标的，其避险功能甚至比具有两面性风险偏好的黄金还要好。因此，在交易员卖出短端，买入长端国债，并把这个卖短买长的交易策略进行到极致的时候，国债收益率曲线就开始倒挂了，反映了市场极度风险厌恶的情绪。而银行作为交易员的对手盘，其商业模式决定了它天生就是一门卖短买长的生意，对应的是正常时期市场交易员买短卖长的交易策略。然而，当市场上的交易员的交易方向和银行一致的时候，银行的资金来源自然也就出现了问题。

在2019年7月美国国债收益率曲线平坦化并即将倒挂的时候，美联储主席鲍威尔不得不出面解释这个让市场非常担忧的现象。毕竟，这是所有经济领先指标里最可靠的一个指标，而且自20世纪90年代以来根据该指标对美国经济衰退进行的预测没有一次失手。当时，鲍威尔在接受CNBC的采访时说道：“我认为国债收益率曲线告诉我们的，并不仅是大家都非常担心的收益率曲线对经济前景的预示。这条曲线蕴含着更多其他的信息，而最重要的是收益率曲线的斜率告诉我们长期中性利率的水平。”也就是说，鲍威尔认为，当时国债收益率曲线的平坦化，以及短端收益率和长端收益率的趋同告诉他，美联储当时的货币政策的取向是对的，美联储的基准利

率和长期中性利率一致。很明显，鲍威尔不重视收益率曲线即将倒挂对经济前景的预测。今天回过头来看，鲍威尔对曲线倒挂的解释，更多只是对美联储货币政策的辩解，而完全忽略了曲线倒挂对经济衰退的预警。当然，作为美联储的首脑，鲍威尔的言辞可能也是要安抚市场的疑虑。毕竟，如前所述，美联储的货币政策并不是要管理甚至刺破泡沫，美联储货币政策的目标不是预防，而是善后。

还有其他不被经常提及，但是历史预测成绩很好的经济指标。由于经济领先指标里的成分数据都是在指标生成之前就公布过的，所以当这个领先指标公布的时候，指标包含的经济数据反映的经济运行的情况，其实已经反映在市场定价里了。同时，由于一些经济数据后期会有修正，所以领先指标在发布的时候可能不完全精确。然而，我们知道经济同步指标和滞后指标的后期修正比较少。毕竟，经济同步指标和滞后指标都是对当前经济活动水平的确认。于是，我们可以创造性地组合使用这两个指标。例如，把经济同步指标和滞后指标之差作为一个新的领先指标。这是因为这两个指标里包含的经济数据有时间上的差异。当我们求它们之间的差异时，可以看到几个月之前的经济活动情况现在是否得到了确认。这个经济同步指标和滞后指标之间的差异将告诉我们经济的内部变化。历史数据分析证明，这个差异在一定程度上领先于经济运行的拐点，在做决策的时候有参考价值。

最近几年，美国各个地方联储都曾尝试开发新的经济指标。一个比较值得关注的，然而在大众眼里又很少提及的指标，是芝加哥联储的全国经济活动指数（见图3.6）。这个指数是美国85个经济指标的加权平均，包括产出和收入，个人消费和房地产，销售、订单和存货数据，以及就业、失业和工作时长等数据。由于这个指标基本上囊括了所有主要经济指标，所以我们可以把它看作对美国经济最广义的量化衡量。同时，我们在使用这个指标的时候，不要看它报道的绝对水平的数字，而要看它的各个成分数据的离散度。当我们把这个离散度做一个3个月的移动平均之后，就可以体验到这个指标对经济周期拐点预测的作用——20世纪60年代以来，这个指标只给过两次错误的衰退预警。在最终被市场重点关注之前，这个指标保持着额外的决策价值。

此外，亚特兰大联储发布的GDPNow（国内生产总值增长的直播指标），也值得关注。亚特兰大联储的经济学家，每个月会更新这个模型5~6次，以预测将要公布的GDP增长数据。这是一个对美国经济运行的“实时播报”指标，是对美国经济最及时的数据衡量。至于对美国经济活动最好的衡量指标，应该就属费城联储的GDP＋了。这个指标结合了GDP和GDI（国内收入总值）的数据。由于GDP是以支出法估算出来的，所以存在很多遗漏的地方。而GDI则把整个经济各个部门的收入加总，以收入法

来弥补支出法统计经济规模的不足。这个指标可以用在量化模型中，以提高预测的可靠性。

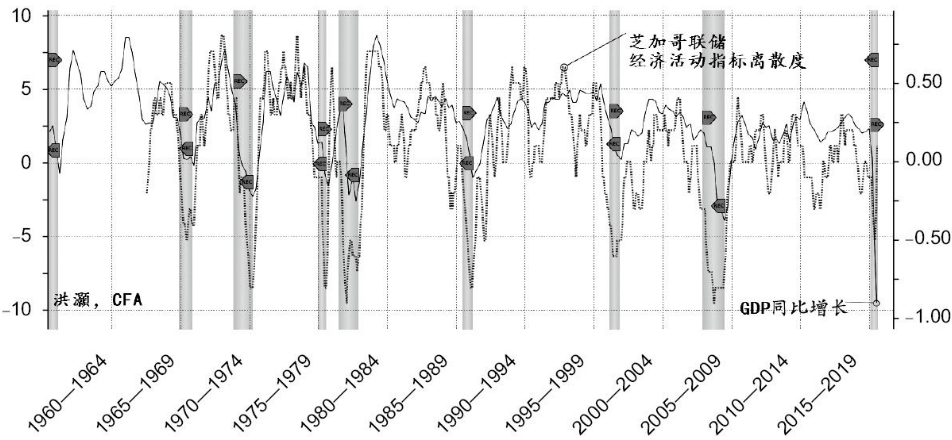



图**3.6** 芝加哥联储全国经济活动指数领先经济增长可长达**1～3**个季度

注：GDP同比增长（左轴），芝加哥联储经济活动指标离散度（右轴）。数据来源：彭博，作者计算。

# 如何预测中国经济

## 中国宏观经济波动性消失

中国可能是对宏观经济学家最顶礼膜拜的一个国家了。或许是因为我们今天的市场经济，是从学习苏联的计划经济后破茧而出的。即便在今天，中国在宏观经济规划里仍然非常强调一个具体的增长目标。比如，一个粗线条的增长计划就是，让中国的经济规模每10年翻一番。我们可以用简单的“70原则”换算，这个隐含的经济增长目标就是70/10（年）＝7（%）每年。“70原则”是一个简单的拇指计算法则，给定一个每年的增长速度，再用70除以这个增长速度，就可以得出以这个速度增长的经济体的规模每翻一番所需要的时间长度。比如，如果中国经济的年增速放缓到5%，那么中国经济的规模则需要每14年［70/5（%）＝14（年）］翻一番。

现今，我们在做宏观经济规划的时候，还是非常强调5年计划的。而苏联在其计划经济时代，也是以每5年来计划其经济发展的规模的。虽然设定增长目标对计划宏观经济有一定的意义，但是在中国经济体量已经达到100万亿元规模的今天，在宏观杠杆率居高不下，基建投资效应开始边际

递减的现在，如果再设定一个具体的增长目标，那么很可能会为了达到增长目标而浪费资源。

国外对于宏观经济的管理，鲜少设定具体的增长目标。比如美联储货币政策的双重目标，是要保证充分就业和稳定通胀。这两个货币政策的目标，都与保证民生息息相关。保障就业，就是保证人民有工作收入；稳定通胀，就是要保证人民收入的购买力。当然，如上所述，美联储货币政策的隐含目标，也是最终极的目标，其实是美国的股票市场。如果保证市场能正常运行，并在市场出现危机之时出手相救，那么其他两个显性的目标则更容易实现。毕竟，股票市场的上涨有很强的财富效应。2020年的新冠肺炎疫情使中国和世界经济遇到了前所未有的挑战。这也是中国首次放弃具体的增长目标的一年。疫情虽然带来了新的挑战，但或许会让中国的宏观经济管理进入一个新的模式。

中国宏观经济管理的另一个执着，就是对波动性的厌恶。尤其是最近几年，在宏观管理者论述宏观经济情况的时候，“稳”“可控”等字眼屡见不鲜。甚至对于反映宏观经济的股票市场，管理者对价格波动性的容忍度也非常低，在市场出现一些波动的时候，很容易习惯性地以“慈父”的心态去出手平抑市场波动，保护中小投资者。其实，中国投资者经过了这么多年的市场波动的洗礼，心态早就非常坚韧了。中国市场需要的，并不是管理者在市场波动的时候挺身而出。如果那样做，在平抑了市场的同时，也剥夺了市场以价格信号分配资源的功能、投资者受教育的机会，以及宏观交易员通过波动性获取回报的机会。一潭死水似的市场看似没有波动，安静平和，但也没有了交易机会。2020年3月市场史诗级的暴跌并非没有赢家，美国各大投行的交易收入其实都创了历史新高。

这种对于宏观经济管理的思路，也在最近10年开始反映在中国宏观经济变量的变化上。如果我们看一下中国宏观经济变量在2010年前后的表现，就会发现这一年是中国宏观经济重要的分水岭。许多重要的宏观经济变量，如GDP增长速度、工业增加值、货币供应、投资增速和价格通胀等的波动性，似乎在2010年之后突然崩塌了，与之前这些变量在20世纪90年代表现出来的巨幅波动大相径庭（见图3.7）。

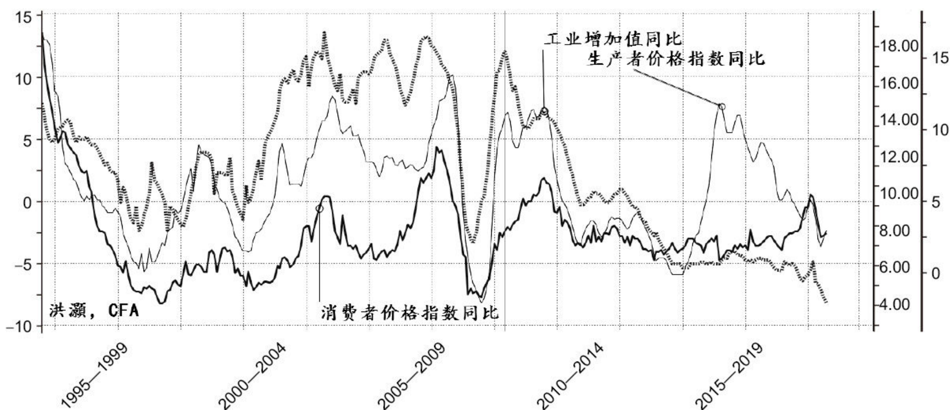



**图3.7 自2010年11月以来，除PPI（生产者价格指数），所有宏观经济变量的波动性均大幅下降**

注：生产者价格指数（左轴），工业增加值（右轴内），消费者价格指数（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

对于价格通胀波动率的消失，去通胀甚至通缩现象的出现，我认为很大一部分是社会贫富分化导致有效需求的不足造成的。这是一个长期的社会经济现象，我在之后的章节将详细讨论。即便如此，我的这个理论似乎也无法解释为什么2010年成了一个关键的时间节点。回溯历史，我们会发现，2010年正好是2008年全球金融危机之后，中国进行4万亿经济刺激计划，2009年经济开始复苏之后的第一个完整的年份。在这一次开闸放水之后，中国货币政策的有效性开始边际递减，表现为每一个单位的GDP增长，都对应着越来越高的信贷增长，信贷增长的速度远远超过了经济增长的速度。

因此，如果要用货币政策来平抑波动，宏观经济里过度的流动性的确压抑了波动性。或者说，这种类似于美联储货币政策的隐含目标和宽松的货币政策，让所有参与者都达成了一个共识，那就是如果经济再次遭遇困境，那么政府一定会再次出手相救。美国市场里流行的“美联储看跌期权”，就是建立在宏观经济的流动性不断上升、波动性不断下降的基础上的。在这样一个环境里，投资回报形成了一个下面有底、上不封顶的不对称分布。过去10年，美国市场里做空波动性来获得这个不对称回报的交易一直很流行。这个交易的主要逻辑就是基于“美联储的看跌期权”——每当市场陷入困境时，美联储都会出手纾困。由于持续的流动性供应抑制了市场波动，押注波动性会趋势性下降是有利可图的——这个波动性的趋势性下降会持续到2018年1月中美贸易摩擦升级导致的波动性巨震为止。当时，许多之

前专注于做空波动性，押注市场波动性长期趋势性下降而获益的基金，一夜之间回吐了多年来积累的几倍的收益。许多做空波动性的ETF的价格暴跌近零，被迫清盘。

2008年果断的宏观救市，最终使“美联储看跌期权”策略登上了对冲策略的王者之巅。然而，当人们认为下行的风险受到政策保护的时候，他们在做投资决策时的风险偏好将被无节制地放大，甚至乐于承担与回报不相称的风险，以达到回报最大化的目的。这就是传说中的市场道德风险——反正爆仓了有央行兜底。这是一种类似于中国市场里刚性兑付的逻辑，比如，过去几年盲目加杠杆去追逐一些回报非常低的地产项目融资。这些鲁莽的行为，都将导致系统不能产生足够的回报来偿还资金成本，最终导致系统崩溃，降临一个“明斯基时刻”。

我们还可以从中国人的储蓄和投资习惯的角度，来观察中国宏观经济波动性消失的现象。2010年以来，我们不仅仅观察到宽松货币政策的效应正在边际递减，同时中国人的储蓄和投资习惯也发生了变化。在宏观经济里，广义地说，储蓄等于投资。在2010年左右，我们看到中国的以经常性账户与GDP比率定义的宏观储蓄率达到了一个高点，并开始下降（见图3.8）。在2010年随后的几年，美国的宏观储蓄率上升，表现为美国的经常性账户与GDP的比率开始上升。当然，这个现象也和美国经济在经历了2008年严重的金融危机之后，私人部门开始修复资产负债表，以及美国的页岩气革命导致美国从历史上一个最大的原油进口国变成了出口国息息相关。

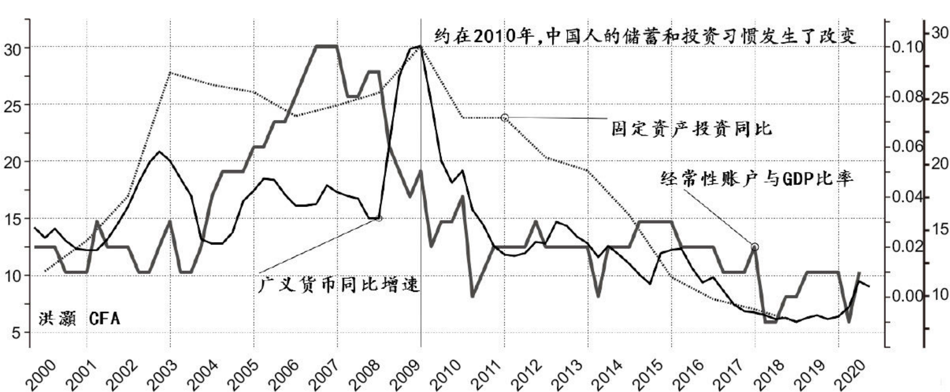



**图3.8 自2010年以来，中国人的储蓄和投资习惯发生了显著变化**

注：广义货币同比增速（左轴），经常性账户与GDP比率（右轴内），固定资产投资（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

历史上，中美两国经济互补性很强。中国生产，美国消费。在中国出口获得美元之后，中国人民银行从市场上回收了这些美元，形成中国的外汇占款，并在此基础上根据中国经济发展的需要酌情提供货币供应。因此，美国依赖于进口和过度消费导致的经常性账户赤字，曾是中国货币体系流动性的重要来源。2010年之后，由于美国的宏观储蓄率下降，回笼出口美国带来的美元收入对中国货币增长的贡献也就下降了。而中国的宏观储蓄率下降，同步于投资增速放缓的现象。假如我们把中国的经常性账户与GDP的比率看作一个全球化的代理指标，那么可以把2010年看作全球经济一体化的顶峰。从那时候起，全球经济逐步走向分化。直到今天，在疫情之后全球供应链崩溃，形成各国开始各自为政的局面。

中国宏观经济里的波动性逐步消失，也反映为最近几年中国的GDP增速在图上表现出来基本上就是一条直线。也就是经济学家热议的，中国经济进入了一个“L形”区间。许多国外的中国观察家认为，出现这种经济增长的轨迹是经济数据造假的结果。我对此观点并不能苟同。很简单，如果GDP增长的速度被造假，那么为什么宏观经济里的一些其他变量，如PPI、猪肉价格等，仍然保持着相当的波动性呢？同时，我们在上诉的论述中也展示了各个主要的经济变量，如货币供应、工业增加值、通货膨胀和投资增速等之间的相关性一直是非常密切的。这些数据在2010年前后同时发生了趋势性变化，也同时呈现出一个“L形”的走势，但是它们之间的相关性却没有改变。换句话说，如果GDP的数据造假，那么其他宏观数据也必须同时造假才能圆谎。在我看来，进行如此大规模的造假是非常困难的。而其他民间数据的运行趋势，如温州地区民间贷款利息，也在2010年之后出现了逐步下行并平坦化的趋势，与上述宏观数据的走势一致。因此，我认为中国经济的“L形”走势并非如西方观察家所认为的是数据造假的结果，而是由深刻的经济结构变化导致的，尤其是中美两国人民储蓄和投资习惯的变化和中国货币供应的变化。

## 预测中国经济

预测中国的经济运行，一般可以采用自下而上的方法。比如，预测“三驾马车”——投资、消费和净出口各自变化的情况，归总后得出整个经济的增速。对于计划制订者来说，也可以将各个省市自治区的经济增速加和归总来计算全国的增速。还有自上而下量化回归分析的方法，以货币供应、发电量、信贷、铁路货运量为自变量，来预测作为因变量的GDP增速未来的水平。然而，这些预测的结果，往往是滞后的。同时，这些预测的方法也是所谓经济增长目标形成的方式。这样的目标，其实在一个日益市场化的经济里意义并不大，有的时候还存在揠苗助长之嫌。

如果中国宏观经济的波动性消失了，那么中国经济的预测也就变得比较直

白了。在这样的新环境里，对于宏观经济的预测，重要的并不是去过分纠结于经济数据的绝对水平，甚至也不是这些数据的每个报告周期的变化。因为在一个“L形”经济里，这些数据对于经济基本面的反映已经钝化了。更重要的是，我们要预测经济未来运行的趋势，以及趋势发生改变的大约的时间节点。作为一个投资者，重要的并不是去预测经济数据，而是判断市场里各种类别资产的价格如何反映经济运行的趋势变化，并将这个判断付诸投资决策、资产配置。

在中国经济的宏观波动性消失之后，究竟哪一个变量能更好地反映经济运行的波动性？毕竟，明斯基的观点是，波动性并不能够被平抑，而只能被管理者用宽松的货币政策来暂时压抑。这种对于波动性的暂时压抑，也将导致市场参与者产生波动性永久消失的错觉，并不计后果地增加风险以获得更高的回报。这种不计后果的追逐风险收益的行为，最终也将导致整个系统不负重荷而崩溃。

中国宏观经济波动性的消失是对资产定价的一个重要观察。过去，广义货币供应增长对中国股市的表现至关重要。如果没有它，我们就不会看到4万亿刺激计划之后股市的复苏反弹，以及随后几年随着货币增长放缓而出现的黯淡回报。我们把经济里超额的流动性定义为广义货币增速和工业增加值之差。因为只有超额的流动性，也就是超过了实体经济增长所需要的资金供给，才会导致经济增速超过潜在的增速，并导致通胀过热。我们可以把这个计算超额流动性的指标，和上证指数的回报率做一个比较。我们会发现，上证指数的回报率领先超额流动性3~6个月（见图3.9）。也就是说，虽然超额流动性可以解释经济超潜力增长的情况，但股票市场往往更能提前反映未来。

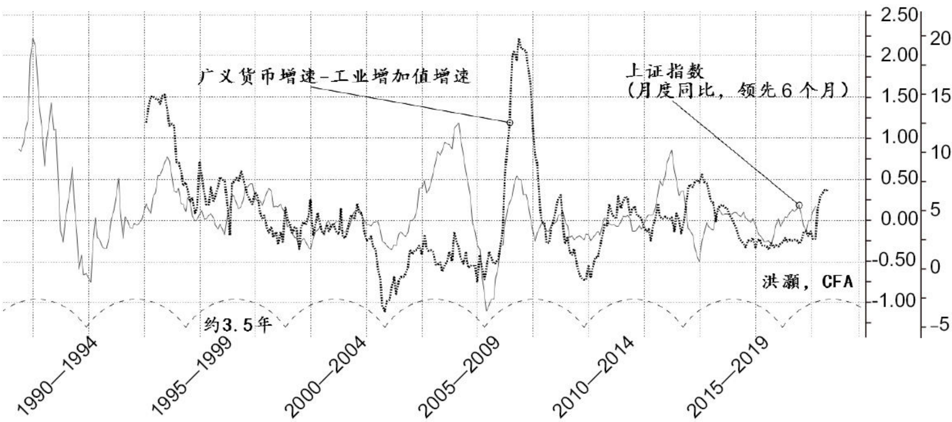



图3.9 上证指数领先货币超发3~6个月

注：上证指数（右轴内），广义货币增速-工业增加值增速（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

凯恩斯曾说："货币是连接过去和未来的枢纽。"在中国这样的经济体里，我们上述的讨论已经证明了中国的股市往往会提前反映经济将发生的变化。也就是说，中国的股市和货币供应一样，是实体经济的领先指标。因此，预测股市回报率的变化和趋势，可能是对中国经济最好的预测。我们应该如何预测股市回报率的变化？

在上述的论述里，我们讨论了除PPI外，宏观经济波动性是如何全面下降的。PPI受货币政策的影响较小，这似乎也是合理的。因为这些政策无法影响大自然和生命中的无常，所以也不会对农作物的收成、矿物的发现和工业大宗商品的生产成本产生太大的影响。如果用CPI和PPI之间的差距来近似衡量企业的利润率，那么我们将立即面临一个难题。社会的分配不平等和中国人的储蓄和投资习惯的变化抑制了CPI的波动，但PPI的波动却仍受其他非政策、非经济变化的影响，反复无常。PPI的波动性大于CPI的波动性说明，企业对上游成本的控制能力低于对下游商品的定价能力。企业的定价权因此不断下降。

如果CPI的涨幅高于PPI，或者说企业的利润率扩大，那么这家企业的股票应该受惠。反之类推。如图3.10所示，我们可以看到CPI和PPI之间的差额（即利润率），M2（广义货币供应量）和M1（狭义货币供应量）之间的差额（即货币乘数），存在着密切的相关性。如果货币环境放松，就像2020年3月新冠肺炎疫情之后那样，那么企业的经营环境应该会有所改善，利润率往往也会改善。然而，鉴于企业在宏观波动性下降的环境中定价权较弱，盈利对相应股票定价的影响将较小，因此，对于观察到的股市波动，其他决定股票回报的非盈利因素肯定在起着更大的作用。

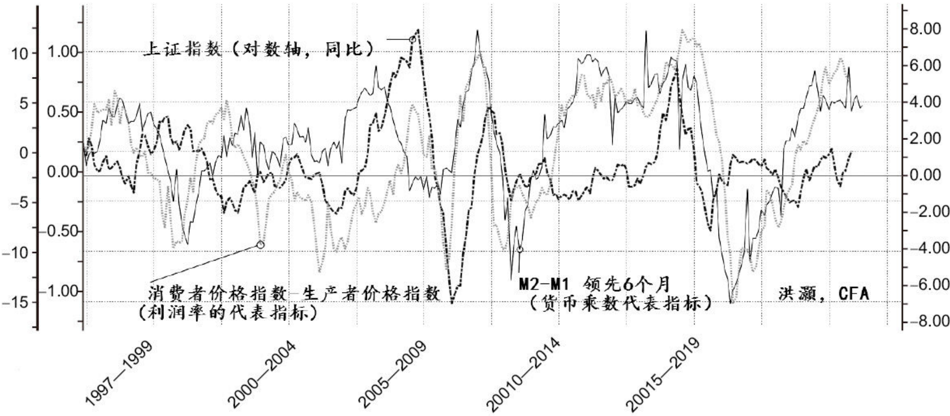


图3.10 货币乘数领先上证指数3~6个月

注：M2-M1（左轴外），上证指数（左轴内），消费者价格指数-生产者价格指数（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

我们将股票回报的来源分解为两部分：盈利增长和估值扩张。如上所述，在新的宏观环境下，企业的定价权正在减弱，盈利增长对股票回报的贡献应该会越来越少。因此，在这样的新的宏观环境下，估值倍数应该是股票回报的更重要的来源。的确，在分解了股市的实际回报率之后我们发现，盈利增长对股票回报的贡献越来越少了。2006年以来，估值的变化决定了绝大部分的股票回报。这个现象在2009年的复苏和2015年的泡沫时期是最明显的。当时，流动性非常宽松，但经济的基本面却非常差。A股可以在一段时间内脱离基本面上涨，直到估值偏离基本面太远，反弹自然就会不负重荷。

综上所述，归根结底，对中国宏观经济的预测，也就是对股市未来回报率的预测。由于股市的回报率同广义货币供应的增速，尤其是超额广义货币供应的增速的变化息息相关，所以对中国宏观经济走势的预测，也就是对未来货币政策取向的判断。而未来货币政策的取向，又往往取决于当前所面对的经济形势。这也是为什么与货币政策变化高度相关的股市回报率的变化，往往与当前的经济基本面相悖——毕竟，股市是宏观经济的领先指标。然而，对于投资者而言，预测股市未来的走势，往往更为重要。

# 结论

由于市场和经济的相关性，预测经济，其实就是预测市场。同时，由于市场往往是经济运行的领先指标，预测经济和预测市场之间孰轻孰重，一目了然。美国对经济预测方法和模型的研究，已经持续了70多年，其间见证了许多独立经济研究机构的成立，以及它们建立的一系列经济指标，包括领先、同步和滞后指标。

由于经济领先指标是由已经公布了的经济数据构成的，所以它们每月的发布往往不能影响市场的运行，对股票定价的影响非常有限。随着市场参与者对这些经济领先指标理解的深入，它们对实体经济运行的领先意义也越来越有限。这种有限性表现在，它们在过去的经济周期里，对经济运行拐点的预测的成功率并不高。这种预测的成效，可以通过对数据变化连续观察几个月之后再做决定而提高。一些判断的拇指法则包括，经济领先指标在过去7个月里有4个月下行；又或者，过去3个月里，经济领先指标连续下行。经过这种调整之后，尽管预测的结果仍然不能万无一失，但是给出

错误拐点信号的概率还是大大下降了的。

很多人认为，经济同步指标和滞后指标对于预测的意义不大。然而，同步指标的重要性并不在于对未来的预测。由于经济数据发布的时效性，领先指标内的许多数据的起始估计往往有误，在发布后会被修正，从而影响了这些领先指标在发布时的有效性。然而，同步指标里的数据则是很少被修正的。因此，这些同步指标可以有效地确认之前对于经济拐点的判断。同时，我们还可以创造性地使用同步指标和滞后指标，可以根据同步指标里的不同成分数据计算离散度。这些指标成分数据的离散度，显示着各个部门之间对于经济运行的反映，其本身就有很强的信息效应。

在经济运行的时候，大部分经济数据一般都会朝着同一个方向运行。当经济运行进入拐点区域的时候，我们看到数据之间的离散度往往将上升。换句话说，在经济运行进入拐点的时候，经济数据之间往往不能互相印证，不能互相说服对方，不能显示经济运行的方向。这时，敏锐的预测者就应该认识到，经济很可能开始进入拐点区域了。这时，对于各种数据的追踪，与各个实体经济参与者的沟通，对实体经济运行的实地考察，将显得尤其重要。实践证明，同步指标内部的成分数据之间的离散度，对经济的运行有明显的领先作用。创造性地使用同步指标和滞后指标的组合，构成了一些新的领先指标，可以弥补前述领先指标的不足之处。

滞后指标也不是一无是处的。由于滞后指标是对经济运行的事后确认，也很少在发布之后被不断修正，所以滞后指标也可以辅助领先指标和同步指标对经济的运行做出更可靠的判断。同时，我们也可以按照上述计算数据之间离散度的方法，计算领先指标和滞后指标之间的差，比如PMI（采购经理指数）里的新订单指数和存货指数之间的差，两者之间的时间差越长，经济就越可能进入拐点。比如，在经济进入下行拐点的时候，新订单往往很少，而存货往往很多。随后，实体经济也将因为商业去存货的行为而感受到下行的压力。创造性地使用领先、同步和滞后指标，以不同的组合测试经济运行时不同数据的离散度和时间差，都可以帮助我们有效地预判经济运行的拐点。

当然，还有一些后来开发的另类指标。这些指标的优势在于它们覆盖经济的广度，如GDP＋指标；又或者在于它们发布数据的及时性，如GDPNow指标；还有就是它们不会随行就市，这降低了后期修正的危险，如美国国债收益率曲线——这是一条以市场交易价格计算出来的曲线。这些另类的经济指标都在不同程度上提高了我们对经济预测的准确性，比如国债收益率曲线的倒挂预示着经济衰退的到来。这些指标还增强了我们对经济运行的理解。

预测中国经济则更有挑战性。不仅是因为数据不全和准确度较难把握，还

因为在2010年之后，中国宏观经济的波动性逐渐消失了。这表现在GDP、工业增加值、通货膨胀、投资增速和货币供应增速逐渐趋于平缓，显示出一个“L形”的走势。唯一还能体现宏观经济波动性的、比较突出的一个指标就是PPI。在一个宏观经济波动性逐渐消失的经济体系里，预测经济的意义变得越来越小，但预测经济的难度却在不断上升。在一个经济学家眼里，经济预测逐步演变成一门令人沮丧的艺术——它的付出和回报越来越不成比例。对于一个在这样的实体经济里运营的公司，PPI的波动性持续存在并大于CPI的波动性，反映了公司定价能力的缺失。因此，公司股票价格的表现和公司运营的相关性也越来越小。在这样的市场里，市场的波动往往更能反映宏观经济管理政策的变化。换句话说，中国的宏观经济波动性并没有消失，只是换了一个表现的渠道。现在，中国市场才是中国经济运行更敏锐、更准确的反映。

超额流动性，也就是广义货币供应增速和经济增速之间的差异，对经济运行的反映也没有股市来得早。这个时间上的滞后，表现在上证指数同比变化领先超额流动性3～6个月。因此，数据的局限、宏观波动性的消失，以及股价对中国宏观经济的独特反映，决定了预测中国经济更有挑战性。而在中国，在没有发现更好的指标的现实情况下，股市是宏观经济运行有效的领先指标。

在这样的市场里，市场择时就是对未来宏观经济的判断。择时隐含的对宏观经济的判断，以及可以带来的投资回报，比选股要更有意义。企业利润率与其说是一种企业自身的选择，还不如说是宏观经济货币政策的产物。股票回报率更受估值倍数扩张的影响，而不是盈利增长的影响。因此，股市的大部分回报实际上是由货币政策系统性推动的。在这样的市场里，所有的阿尔法都是贝塔。因此，我们应该注意到如下几点。

第一，指数基金将日益主导市场。或者说，市场将逐渐被指数化，因为大部分回报是由系统性估值倍数扩张推动的，而非企业特殊的盈利能力。当然，在这样的环境里，有着强大的定价能力的企业将享受稀缺性的溢价。事实上，美国市场里上市的指数基金的数量已超过股票。而中国的指数基金规模也正在上涨。指数基金市场占有率的扩大，在未来将放大市场波动的强度和持续时间。

第二，央行是决定股票回报的最重要因素之一。因此，投资过程将变得更具投机性——而非更少。这就解释了为什么全世界都在变本加厉地关注央行的政策选择。

第三，市场愿意给承担系统性风险的能力买单，而选股技能似乎变得越来越无关紧要。巴菲特近年来的回报似乎印证了这个观察。最终，产生回报的能力取决于一个投资主体的资产负债表是否足够大，以及在系统性风险

来临的时候是承担这些风险，还是屈服于投资者的赎回压力。

第四，没有所谓“基本面牛”，只有“情绪牛”“杠杆牛”“水牛”。只要流动性状况有利，市场价格就可以在一段时间内持续偏离基本面。2015年泡沫中的经历很好地教育了我们。凯恩斯曾说，市场保持非理性的时间可以比一个人保持偿债能力的时间更长。这句话现在听起来更加正确了。许多人期待的“慢牛”，其实是没有数据证据支持的。

如果市场的运行和宏观经济的拐点，都有赖于货币供应的变化，那么未来额外的流动性还将从哪里来？

现阶段，额外流动性的增加不太可能来自储蓄的快速积累。中国的经常账户盈余与GDP之比，或者说中国的宏观储蓄率，不太可能恢复到2009年以前的高点。中国人民银行创造货币的方式已经改变。与美国谈判后将形成的新贸易关系表明，中国经常账户盈余占GDP的比例将进一步下降，因此宏观储蓄率也将下降。

信贷或将再次迅速增长。2020年的《政府工作报告》对货币政策的新的措辞，阐述了央行对信贷再次扩张的态度。在新冠肺炎疫情后的实体经济里，稳定经济增长仍将是政府工作的重点。而宽松的货币政策和积极的财政政策将再次支持经济的发展。央行公告的字里行间也暗示了这种倾向。

美国类现金货币供应的增长在2018年末和2019年接近历史最低点，而这一低点曾与A股历史上的重要拐点相对应，也与美国的经济增长峰值相对应。美联储在2019年下半年不得不放弃之前的缩表政策，否则美国经济将面临严重的通缩压力。2020年新冠肺炎疫情之后，美国经济增长前景堪忧。因此，美联储不太可能很快再次收紧货币政策，除非美国通胀率高得令人无法承受。美国流动性状况的宽松，在过去往往有利于中国股市，时间上也与当时中国股市重要的转折点吻合（见图3.11）。这次应该也不会有什么不同。

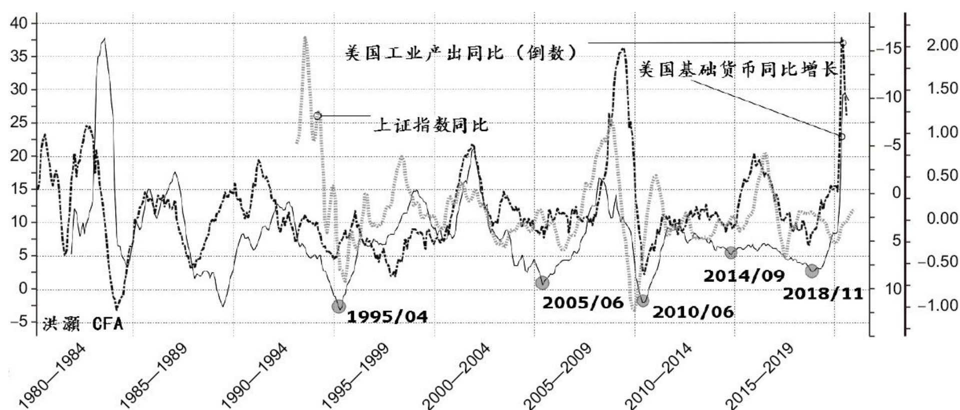


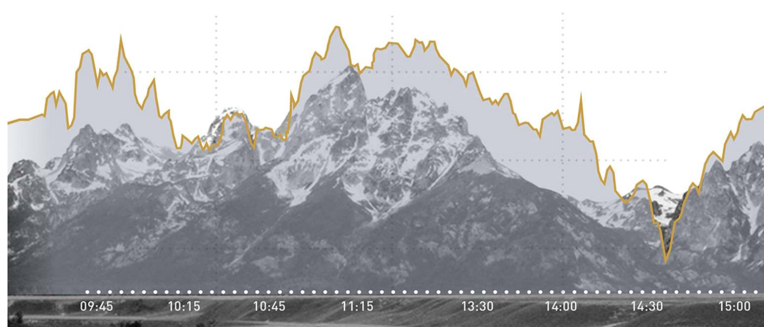

图3.11 美国基础货币同比增长、美国工业产出和上证指数

注：美国基础货币同比增长（左轴），美国工业产出（右轴外），上证指数（右轴内）。

数据来源：彭博，作者计算。

# 第四章

# 周期是否可以预测



超人的记忆是一个预言家的最佳资格。

——哈利法克斯侯爵

对于中国人来说，时间是周而复始的，交织着生命的轮回、季节的更替和朝代的兴衰。这是中国人热衷于经济周期分析的原因之一。中国古代的经典图书，如《易经》、《史记》和《盐铁论》等，都对古代农业经济中的周期进行了论述。周期意味着若干关键经济变量同时持续上行或下行。趋势的形态必须是明确的、广泛的和持久的。经济周期大师韦斯利·米切尔对商业周期的经典定义为“总体经济活动的波动”。米切尔认为，周期必须“包括多项经济活动的全面扩张和随后的全面衰退，必须是重复出现的，并且不能被进一步细分为更短的、具有相似量级和性质的周期”。

周期是一门古老而晦涩，同时又非常冷门的经济学分支。虽然对周期的研究在西方已经进行了200多年，并最终被美国经济学家建立的NBER和美国经济周期研究所等显赫的经济研究机构印证了重要性，但是今天许多科班出身的经济学家都对经济周期这门学科嗤之以鼻。的确，在人类社会摒弃了刀耕火种的农耕经济模式的时候，经济的周期性似乎不再那么明显了。在农业社会里，当经济处于繁荣时（也就是完全就业），一次意外的丰收反而有可能导致农民收入减少。这是因为人们对粮食的消费一般都比较稳定，而丰收反而会造成粮食价格因为粮食供应的增加而下行，从而减少农民的收入，并可能导致未来的经济由于农民收入的减少而衰退。可以看到，在这样的农业社会里，由于气候对农业的收成有很大的影响，而气候的变化与大约11年的太阳黑子周期密切相关，因此，古时候对周期进行研究是必要的。

随着经济的发展，第二产业和第三产业在经济里的比重增加，并逐渐占据主导地位。这时，再去研究看似古老的周期，似乎对经济运行管理的意义已经不大了。但出人意料的是，现代经济里周期运行的痕迹仍然非常明显，比如我们之后将要讨论的存货周期、资本品投资周期和信贷周期等。令人费解的是，尽管经济里周期性最强的第一产业农业的比重越来越小，同时农产品的价格长期处于下行趋势，但是经济的运行仍然体现出强烈的周期性。这种经济运行中仍旧贯穿着的周期性，恰恰是我们进行周期研究的原因。我们并不能因为这是一门古老晦涩的经济学科，或者是经济里农业的占比减少，就对周期的研究弃如敝屣了。

值得注意的是，本书里我讨论的周期，主要是关于股票市场的周期。虽然与经济周期相关，但是决定经济周期运行的因子有很多。同时，如前文所

述，股市运行并非完全反映经济周期，而反映更多的是基本面无法解释的因素，比如心理因素。股市周期并不一定就等同于当时的经济周期，或者说，股市的下跌也不一定就意味着经济危机。本章稍后部分将讨论经济周期的运行如何影响股市的表现，以及股市的运行如何在经济危机和非经济危机时产生不同的反应。

## 周期的成因和类型

### 中国古代哲学中的周期理论

不幸的是，尽管有明确的数据论证，所谓周期似乎也并没有什么理论依据。周期更像是对自然、社会和经济经验观察的积累和陈述。因此，经济周期理论也被不断质疑。我对经济周期的运行进行了仔细的量化研究。在我关于中国3年经济周期的研究中，我以商品住宅建筑、施工、销售的大约3年的周期作为假设前提，来解释房地产库存投资周期的时长。尽管如此，确定其他时间长度的周期仍存在一定的挑战。保罗·萨缪尔森曾经对长波不屑一顾，认为这是“简单的历史巧合”。

就连提出长波理论的经济学家尼古拉·康德拉季耶夫，也在他的论文脚注中偷偷地评论，称自己“并不打算给长波理论奠定适宜的理论基础”。毕竟，周期的时间越长，预测的精确度就越低，经济数据中的细节也将变得越来越模糊、越来越难以捉摸，从而也越来越难以预测。曾经，我们可以用通胀和增长数据把中国经济增长的各个阶段分为四个象限，即再通胀、复苏、过热和衰退。我们可以清楚地看出，中国经济从2009年开始逐步经历周期里复苏到衰退的各个阶段。但2012年以来，正如“权威人士”所指，中国经济似乎陷入了“再通胀”与“衰退”的象限之间，呈现“L形”的运行轨迹（请注意，这里的“衰退”是指经济增速放缓）。中国经济周期的阶段性变得浑浊不清。

在第三章《经济是否可以预测》中，我们讨论了中国宏观经济周期的波动性由于经济结构、宏观管理的模式发生变化而消失。从数据来看，虽然上游的生产者价格指数的波动性由于供给侧改革收缩了，但是上游供给仍然存在比较明显的波动。然而，下游的CPI、工业增加值等宏观指标的波动性，基本上在2010年之后就被熨平了。这时，企业对下游的定价能力逐步被削弱，又或者可以理解为消费者对价格的敏感度由于供给竞争的激烈而越来越高。但是，企业还是需要承受上游商品的价格波动。因此，在PPI波动性大于CPI波动性的宏观环境里，企业对自己产品的盈利能力的控制其实是在减弱的。对于这些企业的股票投资者来说，他们所赚的大部分是央行货币政策的红利，而不是选股能力带来的超额回报。怪不得，这些年搞宏观研究的人越来越多，对央行公开市场操作的各种数据的预测和解

读，可以精确到个位数。而卖方分析员分析解读报告，已经在以日报的频率发布了。

宏观经济波动性消失的另一个副作用，就是经济数据里的周期性在不断减弱。而前述划分在四个象限里增长和通胀的数据，不再像以前那样顺着各个象限顺时针运行，而是摇摆在四个象限的底部，也就是图4.1中的“群龙无首”、“潜龙勿用”和“见龙在田”的区域之间。因此，经济数据的运行很难再为决定资产配置提供参考。市场参与者们也不得不感叹在中国市场里，“美林时钟被玩成了电风扇”。如果是这样，在这样的环境里，周期理论是否失效了？

在威廉姆·斯坦利·杰文斯发表启蒙西方经济周期研究的“太阳黑子理论”之前，中国古代哲学中对周期早有论述，例如中国古代经典著作《易经》。本质上，《易经》是一本基于周期的占卜预测书。“乾卦”（乾为天），是《易经》中最著名的卦相之一，它用龙的不同状态来表示周期的一个完整轮回。例如，“见龙在田”喻指复苏，“飞龙在天”喻指繁荣，“亢龙有悔”喻指繁荣的极点，“潜龙勿用”喻指萧条，等等。直到今日，中国的一些研究和学术机构仍然将《易经》的理论运用在经济与市场的预测中。

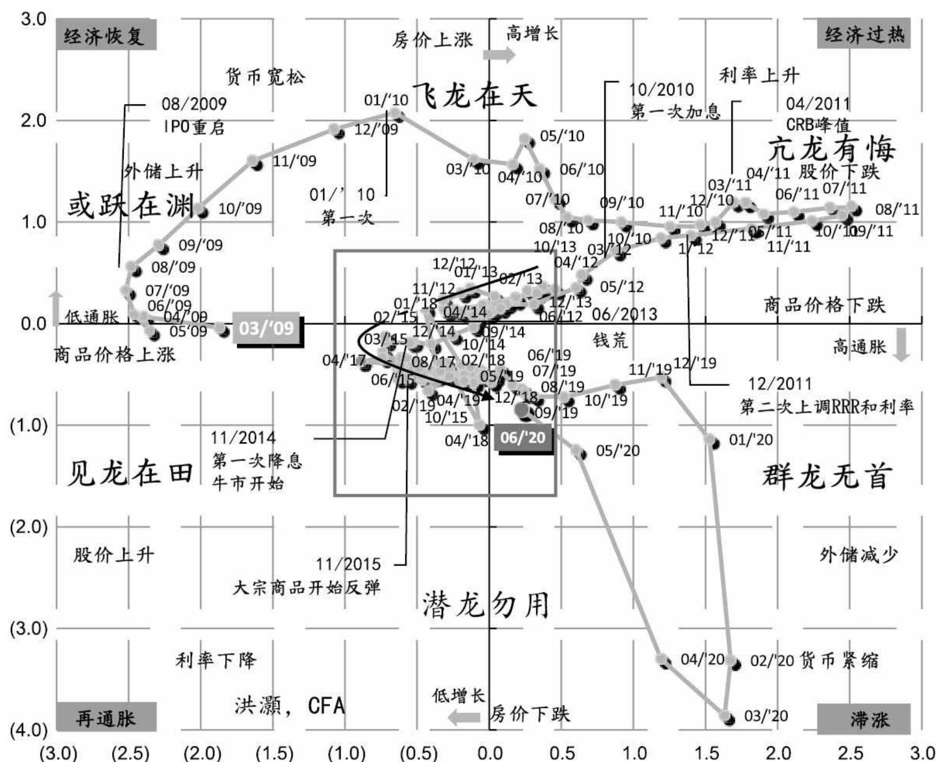



图**4.1** 中国经济周期运行的四个阶段和《易经》的乾卦

注：IPO指首次公开募股，CRB是美国商品调查局编制的一种期货价格指数，RRR指人民币准备金率。
数据来源：彭博，作者计算。

中国的其他古典著作则明确记载了一个12年的周期。司马迁的代表作《史记》，作为家喻户晓的中国历史著作之一，将木星年表与中国的“五行”学说联系在一起，描绘了从丰收、歉收、干旱，到最终第十二年年末严重饥荒的一个12年农业周期。《淮南子》描述了数个较短的3年周期是如何嵌套在一个较长的12年周期中的，曰“三岁而一饥，六岁而一衰，十二岁一康”。另一本中国古典著作《盐铁论》，也记载了一个类似的12年农业周期。

杰文斯的11年太阳黑子周期是基于海因里希·施瓦贝1847年发现的太阳活动周期。杰文斯在他的著作《太阳周期与贸易活动》（*The Sun’s Heat and Trade Activity*）里，讨论了气候条件影响了农产品的收成，进而影响了古

代社会一般的经济活动。它的结论是，太阳黑子周期运动造成了一个10.5年的气候周期，并以这个周期作为他“主循环”周期的理论基础。而杰文斯的儿子则修正了杰文斯的理论，认为农作物的周期大约是3.5年。注意，杰文斯儿子的这个短周期与存货周期的时间长度基本一致。同时，3个这样的农业“小循环”短周期，构成了一个时长约10.5年的主循环周期。这个周期和上文中国的古典著作里对周期的论述基本一致。由于太阳活动影响气候变化，这些记载于中西方历史文献中的周期时长，可能不仅仅是“简单的历史巧合”。而文献中所记载的时长，与我们对中国经济周期进行研究后发现的较短的、约3年的房地产投资周期大约是一致的。

## 现代经济学对于周期的认知

当然，在现代社会里，鲜有人会机械地照搬这些近代的农业周期作为经济周期预测的基础，这些都是对周期的运行相对单一因素的解释。一位持有类似杰文斯的太阳黑子周期观点的经济学家——穆尔——曾用非常生动的语言描绘了农业周期波动的情况：“谷物中的周期，就像自然物质的河流，（由现在的供求关系决定的）谷物的价格相对于（由之前的耕作成本决定的）谷物的价值周期是滞后的，但是在有节奏地波动。”这句话有意思的地方，并不是穆尔表达的对于农业周期运行的观点，而是穆尔似乎在指出农业周期里的当期价格和供应的时间是不同步的。换句话说，在农业周期里，由于农作物生长需要时间，而农作物的收成取决于其生长时气候的变化情况。因此，农民在当期的收入取决于他往期做的农作物耕作的决定。而农作物未来的供应，则取决于当期由农作物价格决定的农民收入，以及未来在农作物生长时完全不可控的气候变化的情况。

在这样的决策体系里，农作物的价值由农民往期进行的耕作而产生的农作物的供应所决定。简单地说，当期收入决定播种的数量，农作物生长时期气候的变化，决定了未来农作物的收成，农民的收入因未来的收成变化而变化，并随之决定下一期的播种数量，如此循环往复。农民当期需要做的决定，包括种子的成本，以及投入的劳动力、时间、肥料、耕具和牲畜等。这些在往期投入的要素的总成本，决定了当期农作物的价值。同时，当期农作物的需求应该是相对稳定的，尤其在经济处于完全就业的时候。因此，农作物的需求弹性往往小于供给弹性，表现在需求曲线要比供给曲线更为陡峭。往期的供应和当期相对稳定的需求决定了农作物当期的价格——在这组供求关系里，供应是更重要的变量，供应决定价值，而需求决定价格。在当期的价格高于均衡价值，也就是需求大于供给的时候，农民在计划下期耕作时必然会扩大产量，导致下期农作物的供给远大于需求，使农产品的价格崩溃，反之亦然。因此我们可以看到，供给和需求不同的弹性形成的扩散性的价格体系，以及农民耕作决策的时滞性，势必导致农产品价格暴涨暴跌，农产品的价格周期也就应运而生。

在中国的猪肉价格周期里，我们也发现了类似的、由于供给和需求之间的时滞性而产生的价格波动规律。比较中国生猪存栏量同比变化和生猪价格同比变化的数据，我们可以看到生猪存栏量同比变化领先生猪价格同比变化大约6个月，并且两者呈负相关的关系。也就是说，我们在当期看到的生猪的价格变化，取决于6个月前生猪存栏量的变化。6个月前生猪存栏量的变化越小，也就是供应收缩得越多，当期的生猪价格变化就越高，反之亦然。当把这两组生猪供应和价格变化的数据与猪肉类股票对比的时候，我们可以看到生猪存栏量的变化领先猪肉类股票约18个月。同时，我们还发现，生猪价格同比的变化似乎有一个比较明显的长约3年的周期（见图4.2）。由于这三组数据都是相关的，所以生猪价格的周期也可以折射到生猪存栏量的变化和猪肉类股票价格变化的周期上。值得一提的是，生猪的成长周期，从猪崽到成猪，大约为18个月。因此，生猪的供给周期，从开始到峰值再到结束，大约为两个18个月的周期，也就是说，这个周期的轮回大约为36个月。




图**4.2** 中国的生猪价格周期、生猪存栏量变化和猪肉股

注：中国生猪存栏量同比变化并倒置（左轴），正邦科技股价（右轴内，元），中国生猪价格（右轴外，元）。
数据来源：彭博，作者计算。

几位杰出的现代经济学家——哈耶克、熊彼特和凯恩斯，都对经济周期理论的形成做出了自己的贡献。哈耶克的经济不稳定理论认为，信贷过度膨胀和收缩产生繁荣与衰退，经济过度的稳定反而成为滋生经济不稳定性的温床。然而，哈耶克对周期产生的理解，却与消费不足的学派相类似。哈耶克认识到经济里不同的部门对经济周期起伏的敏感性是不同的，周期品的生产比消费品的需求对周期的变化弹性更大。或者说，经济上游行业的周期敏感度比下游行业更高。这很可能是因为消费需求是相对稳定的，而

上游周期品的生产则取决于经济里信贷的供应。这个关系类似于上文讨论的，农业生产中农产品的需求和耕作供应之间不同的弹性与时滞产生的农产品价格周期的扩散性关系。

在经济上行的时候，银行家有更强的意愿为工厂企业提供贷款，把市场利率压低到自然利率之下，使企业家提高产量的动机加强。这时候经济处于完全就业的状态，虽然生产上升导致收入增加，但也反而导致消费品生产持平甚至减少。这种消费者收入增加，但是消费品产出减少叠加的状态，使消费品价格上升，进而在后期压抑消费。由于消费需求基本上是储蓄意愿的镜像，消费的下降又将导致储蓄的上升，因此经济里的供求关系进入了负循环。简单地说，在哈耶克的理论世界里，银行过度信贷导致的生产的繁荣反而会使消费出现不足，而消费需求的下降最终将导致资本主义出现繁荣的崩溃。虽然这看似很有道理，也和明斯基的理论基本一致，但是哈耶克没有明确地把企业家预期的变化考虑到他的理论设立中，尤其是信贷供应变化引起的利率变化对经济里各个部门的作用。经济周期的复杂性很难以一个单一的变量完全解释清楚。

熊彼特对经济周期产生的见解，犹如他的创造性破坏理论一样具有创新性。他的创新周期理论区分了“发明”和“创新”。虽然发明是发现了新的生产方法，但是新的生产方法要通过创新来引入经济活动，只有那时发明才具有经济意义。这个时候，经济里的生产函数产生跳跃式的发展，而经济里的新的生产方法还会引起“效仿的热潮”，进一步扩大创新的经济意义。熊彼特对于经济不稳定性的理论，可能是所有经济周期理论中最为复杂的一种。然而，熊彼特的理论只解释了经济上行的阶段，也就是如何从正常阶段走向繁荣，即《易经》乾卦里的“潜龙勿用”到“见龙在田”，最后直至“飞龙在天”的阶段。但熊彼特并没有仔细地解释经济周期如何又从繁荣回落到衰退。

被誉为“现代宏观经济学之父”的凯恩斯的理论最有意思。凯恩斯强调预期的变化对经济里各个部门有不同的影响。与古典经济学和新古典经济学相悖的是，凯恩斯否定了古典经济学里两个重要的假设前提，萨伊定律和完全就业。萨伊定律认为，生产过程本身就可以自我创造需求，因此也就不会有生产过剩。只要工资和价格是有弹性的，那么总有一个市场价格能调节所有市场回到均衡状态。换句话说，古典经济学派和新古典经济学派认为，市场只有一个均衡点，一个使市场出清的价格，而这个价格的产生可以完全靠市场自我调节和运行。然而，在现实世界里生活的人，不需要任何的理论知识教育，都会发现这个过于学院派的经济学观点和我们实际生活的观察并不相符。

比如，在2020年的新冠肺炎疫情之中，原油期货价格曾经跌成了负价格。也就是说，当时的原油生产商需要付钱让客户把其花费巨额生产成本挖掘

出来的原油拉走。这主要是因为新冠肺炎疫情造成经济停摆，对原油的需求断崖式下跌。同时，原油的生产是不能说停就停的。油井的一开一关都需要付出巨额的资金。在原油生产难以马上停顿，但是原油的需求却极度萎缩的时候，开采出来的原油需要贮藏的空间。不幸的是，当时的原油市场已经没有贮藏的空间了，就连海上的油轮几乎都装满了。因此，在原油期货交割的最后一刻，原油期货价格跌成了历史性的、不可思议的负价格。

2020年4月21日，我在微博写了如下对于油价暴跌的分析：

> 昨夜，美油期货市场上演了史无前例的碾轧行情。5月合约最低暴跌到-40美元/桶，打破了传统对于商品价格的认识。市场宁愿给钱也不要原油。曾经，原油被市场爱称为“黑金”，和黄金一样，往往在战争时暴涨。昨夜，市场却弃之如敝屣。
>
> 然而，在欣赏了原油史诗级别的跳水行情之后，我们需要思考，现实的市场情况以及反映在地板价里的预期，是否如一纸近月合约显示的那样极端？毕竟，5月合约还有一天就交割了。
>
> 尽管昨夜五油暴跌，但是与原油相关的股票ETF XOP.US（美国油气开采指数）并没有受到明显的影响，反而在一个下跌的市场里收涨。尽管六油价格有所回调，但其跌幅远没有五油惨烈。原油垃圾债的信用利差已经从高位回调到了650点左右，与2015年的高点基本一致。但油轮的舱价继续大幅上涨。
>
> 这些不同市场价格的交叉检验表明，昨夜原油违反常理的暴跌，反映更多的是市场结构问题。而石油市场因新冠肺炎疫情导致供需严重失衡的情况，在这种市场结构里被无限放大——否则，一种商品的价格如何可以远低于它的开采成本。这样的石油价格，会让如马尔萨斯那样的经典经济学家在墓中都不得安宁。
>
> 库欣是一个储量较小的中心，总容量大约为9000万桶。过去3周，原油以每天75万桶的速度流入库欣，相当于一个中等欧洲国家每天的消耗量。以这样的速度，在5月底前，库欣将满库。同时，随着最近石油价格暴跌，美国最大的石油ETF收到了数十亿美元的零售炒家的资金流入。而这个基金建仓时，大约有1/5的仓位集中在五油。然而，上周USO（美国原油基金）把仓位移至六油，让五油在供需的失衡中自生自灭。
>
> 刚刚，面对着史无前例的负油价，特朗普说：“其中大部分行情与做

空有关。”他预测一个月内，油价将达到每桶25美元或28美元，其实基本就是比现在六油的价格高一点。特朗普还谈到他已经要求沙特阿拉伯和俄罗斯继续减产。然而，除非美国的新冠肺炎疫情出现转折，经济突然“V形”反弹，否则即便减产，原油供需严重失衡的局面也很难得到根本的缓解。

其实自页岩气革命以来，油价的总体趋势是向下的。做空油价和卖保险差不多。以前做多油价类似买保险对冲战争等尾部风险的逻辑，出现了模式转换。毕竟，买保险的总是没有卖保险的赚的多。现在这样的史诗级行情，散户还是围观就好。昨夜反常理的负油价印证了A股市场那句经典的话：地板下面，还有18层地狱。可能是现在经济衰退，连地狱也开始搞基建了，又再新建了18层。

2020年4月原油跌出了负价格的情况，充分验证了凯恩斯的直觉：并没有一个唯一的市场价格可以让市场出清，使供求始终处于静态平衡——尤其在短期。市场的平衡是一种动态的平衡，也很可能没有唯一的均衡点。萨伊定律和完全就业这两个古典经济学和新古典经济学的假设前提，与我们现实生活的经验是明显相悖的。同时，消费和生产对利率的敏感程度不一样。消费，尤其是必需品消费，对利率的变化并不敏感，而利率的变化会导致企业家对利润的预期产生变化——低利率环境下企业家对利润的预期会比高利率环境下的预期要高，因为低利率环境更容易产生利润。经济的均衡，是指收入等于产出（类似统计GDP的两种方法，收入法和支出法）。收入可以在生产没有完全利用到社会所有生产资源的条件下仍然等于产出。这个时候，经济也是均衡的。因此，这个时候的经济平衡在了一个次均衡点上。或者说，在这时，经济资源并没有得到充分的利用和完美的配置，生产的方程式求得了一个次优解。

由于消费对利率的变化不太敏感，经济里最可变的、最受到银行商业行为影响的部分，是对利率变化非常敏感的投资部分。这主要是因为投资受到投资回报预期变化的影响。在一般的经济衰退中，央行可以通过下调利率，鼓励商业银行对企业进行贷款。这时，由于利率比较低，企业对利润的预期回暖，并开始追加投资，最终导致经济复苏。然而，如上所述，经济是可以停留于次均衡点上的。考虑一下，当经济严重而急促地衰退时，例如2008年次贷危机导致的全球经济衰退，即便美联储把利率下调到接近零的水平，企业的未来利润预期对于低利率很可能也并不敏感，或者说，低利率也无法改变企业家对未来利润的预期。这也是凯恩斯所说的资本边际效率崩溃的时刻。因此，可能企业家也将无视历史性的低利率而不进行投资。这时候，经济里只有政府部门的支出不受利率高低的影响，不完全受到经济环境的影响，也只有政府部门才有能力进行逆周期的政策调整。凯恩斯据此论证了经济严重衰退的时候，逆周期政策、扩张性财政政策的

必要性。2008年，对实际经济的观察验证了凯恩斯的这些理论。难怪学界感叹说：“看看，我们现在都是凯恩斯主义者了。”

有趣的是，尽管凯恩斯提出了一系列重要的宏观经济理论，但他并没有提出一套完整的经济学理论来解释和预测经济周期的运行。当然，我们在他的《就业、利息和货币通论》里，能看到经济周期运行理论的影子和对该理论的应用。这或许是因为凯恩斯把经济周期的运行当作经济的内生部分。然而，在我的眼里，他对利润预期和利率心理反馈的见解，反而是最符合对经济周期运行的实际观察的，也因此最容易在投资实战里运用。简单地说，经济周期的产生，是因为经济结构中最易变化的部分——投资——因为利润预期的变化而变化。投资的起伏，加上不太容易改变的消费和自我调节的政府部门的支出，造成了经济周期的起伏。然而，在投资边际效率突然崩溃的时候，利率的下行不再能够改变企业家投资的预期。此刻，经济陷入一个负循环，并有可能长时间停留在一个次优均衡点上，比如日本。只有主动的政府支出和扩张性财政政策，才能把经济从万劫不复的深渊中解救出来。

2020年新冠肺炎疫情暴发之后，各国的经济以史无前例的速度崩溃。美国的经济在2020年第二季度时，被预测将萎缩25%～50%，实际失业率接近20%。而1929年大萧条的时候，失业率大约为25%。可以想象，此刻无论利率如何下行，企业家对利率的预期都难以回暖。

## 四类经济周期

周期模型是用来预测拐点的。“周期”一词代表规律性，意味着经济变量围绕长期趋势波动，并具有明确的长度和幅度。当然，实践中经济变量的波动是变幻莫测的，而趋势也短暂多变。经过多次波动后最终形成可辨识的趋势所需要的时间，很可能比市场参与者短暂的记忆和许多市场专家的职业生涯还要长。即使周期形成后，其长度和强度可能也会有很大的差异。

但这些挑战从来不能阻止经济学家努力从数据中破译经济周期和趋势。事实上，任何周期模型的意义都在于发现趋势的转折点，尤其是对于市场参与者而言。有能力掌握中、短周期的高峰和低谷出现的大致时点，就意味着交易员对是获取利润还是承受损失是有把握的。然而，经济长周期出现的原因难以深究，对交易的作用也有限。在通常情况下，即使有了明确的数据证据，在对所谓周期似乎没有确凿的逻辑理论解释时，市场还是会对周期的存在和运行将信将疑。

理论上，经济里有四个周期。按照长度顺序，这些周期分别是：基钦库存周期（3~5年）、朱格拉资本置换周期（7~11年）、库兹涅茨建筑周期（15~25年）、康波基本资本品周期（50~60年）。根据熊彼特的理论，

1个康波周期＝ 3个库兹涅茨周期 ＝ 6个朱格拉周期 ＝ 12个基钦周期。可以看到，它们都是以发现它们的经济学家命名的。这些周期的运行相互交织镶嵌，熊彼特曾说：“每个更高等级、更长的周期可以被认为是下一个较低等级、较短周期的长期趋势。”每个周期内的上升和下降是相对于趋势定义的。数据也可以在下降趋势里，在特定的月份或季度中出现上涨。我们在股票市场里讨论过的中国长约3年的房地产库存投资周期，类似基钦库存周期。

值得注意的是，对周期预测的准确度与周期的长度成反比。周期越长，经济数据中模糊和难以理解的细节将变得越多。因此，康波周期是最有争议的。萨缪尔森曾试图用一个脚注草草埋葬康波周期：“这些长期的波动是否只是因为发现新金矿、科技发明或者政治战争爆发等偶然事件，现在下结论还为时过早。”即使对于发现这个长周期理论的康德拉季耶夫来说，他在第一篇论文中对这个长周期的表述也是充满犹豫的。他这样写道：“在上面的简述中，我们并非在为长波理论奠定适当的基础。”当时，康德拉季耶夫认为，这个长周期是资本主义制度内生的，而且当时正在开始进入上行阶段。这个预测和当时的“共产主义理想”相抵触，被认为是“反动的”。不幸的是，康德拉季耶夫未经审判就很快被放逐到西伯利亚，并被单独监禁。

在图4.3中，我们用过去100年的美国数据证实了康波周期的存在。由于缺乏长期的时间序列，我们无法展示中国经济里的康波周期。但我们坚信它的存在，正如康波周期已经在许多其他国家的经济体系里被证明了一样。学界也有对于中国古代朝代更替周期的研究。这些历史周期持续的时间更长，往往可以长达几百年左右，与气候的变化、农耕的条件、人口的结构和外族的入侵都有关系。这样的长期波动虽然有趣，但与短期交易并没有什么关系。事实上，即使像朱格拉周期和库兹涅茨周期那样趋于10年或以上的周期，虽然比康波周期短许多，但也很容易超过许多投资分析师职业生涯的长度。如果这些周期被用于做不到一年的短期的市场择时判断，也可能是非常不精确的。因此，当我看到专家用朱格拉周期来解释重型卡车和挖掘机的强劲销售时，便会有些担心。这种分析，就像是用大炮打蚊子一样。

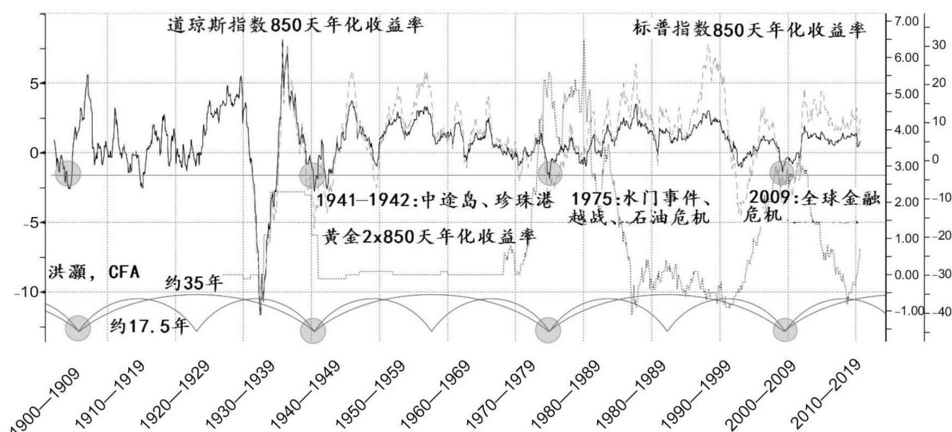



图4.3 美国经济的长周期

注：道琼斯指数850天年化收益率（左轴），黄金2×850天年化收益率（右轴内），标普指数850天年化收益率（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

## 美国经济的短周期

如上所述，周期模型的意义在于寻找拐点。预测是困难的，尤其是在预测未来的时候。虽然所有的模型都有失误，但仍然有一些模型是有用的。任何周期性模型的意义都在于，评估和预测许多人难以察觉的潜在趋势，以及拐点的大致时间。虽然这样的预测没有必然兑现的保证，但却提高了交易获得盈利的可能性。掌握周期高峰和低谷的时机，意味着对交易时的盈利或损失有把握。对于交易员来说，任何事后解释都是徒劳的。因此，以预测为目的，我们的讨论将聚焦于增长率周期。这个周期与平常讨论的增长周期不尽相同。增长周期包含经济活动绝对水平的收缩和扩张，而增长率周期则可以衡量经济增长变化的速度，更适用于对拐点的预测。即使经济活动的绝对水平仍在扩张，经济增长率周期也可能已经开始下行。其实，在本书的讨论里，几乎所有的量化模型和图表用的都是增长率周期的概念。

全球经济在20世纪90年代经历了不同步的衰退，但是这个情况过去其实许多经济学家是没有觉察到的。这是因为战后诸如德国和日本等国的经济增长，表面上似乎从来没有被打断过。对于这些国家来说，“衰退”其实是指实际增长率持续低于增长率的长期趋势。日本在所谓“失落的10年”中的增长率，实际上是在3%左右。1978年改革开放之后，中国也经历了持续的经济增长。因此，在分析中国经济周期的运行时，增长率周期的概念更为

适用。

最著名的、研究长波的俄罗斯经济学家尼古拉·康德拉季耶夫在他的著作《经济生活中的长波》（*The Long Waves in Economic Life*）里写道："在经济学中，我们所说的周期，通常指的是7～11年的商业周期……我们都同意称之为'中波'。最近有证据表明，大约3.5年的、更短的周期很可能也存在……中波的时长介于7～11年之间。"有意思的是，这些周期的长度，与我们用实际数据模拟出来的美国经济的短周期（基钦周期）和中周期（朱格拉周期）的长度非常吻合。我在形成自己的周期理论体系的时候，断断续续地阅读了一些前辈的文章，但并没有系统地去了解康德拉季耶夫的周期理论体系。因此可以说，我和其他学者的研究过程是相互独立的。因此，我们的研究成果的互相印证，也就是这些周期的叠加和时间久期相似性，印证了经济周期是真实存在的。

在图4.4中，我们使用调整后的标普指数每股盈利来衡量美国经济的短期波动。我们的分析显示，美国经济显然存在一个3.5年的周期。两个3.5年的短周期构成了一个完整的、从谷底到下一个谷底的7年的中周期。我们观察到的情况如下。

第一，1994年以来，有6个3.5年的短周期和3个7年的中周期（如图4.4底部时间轴上方的浅灰色和深灰色弧线所示）。最近的两个完整中周期分别是2001年12月至2008年12月，以及2008年12月至2015年12月。而2005年年中和2012年年中分别为周期性间歇期。

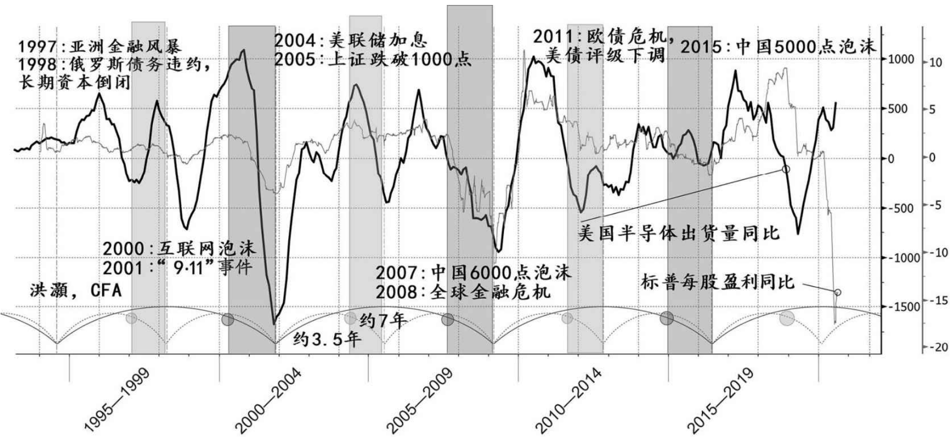



图**4.4** 美国经济周期和标普指数每股盈利周期的比较

注：以半导体出货量同比变化（黑色线，右轴内，百万美元）表现美国经

济周期运行和标普指数成分股公司每股盈利同比变化（淡灰色线，右轴外）的3.5年短周期与7年中周期。其中，短周期和中周期的下行阶段分别以浅灰色和深灰色柱状阴影区域标出。浅灰色为周期中的放缓期，深灰色为7年周期的结束期。短周期下穿中周期的时点用浅灰色圆圈标出，短周期和中周期同时开始下降的时点用深灰色圆圈标出。
数据来源：彭博，作者计算。

第二，在7年中周期内的第一个3.5年短周期里，当短周期结束上升趋势，然后下行穿破中周期时（图4.4中以浅灰色圆圈表示），往往伴随着区域性危机（图4.4中以浅灰色阴影时间段表示）。例如，1997年亚洲金融危机和1998年俄罗斯债务违约，以及2011年欧洲主权债务危机和美国历史性的主权评级下调。2018年土耳其和阿根廷发生的危机，似乎正是这种性质的中期危机。

第三，在7年中周期的下半场，当3.5年短周期和7年中周期都同时开始下行时（图4.4中以深灰色圆圈表示），往往会发生规模更大的危机。例如，2000年的互联网泡沫的破灭，2001年的“9·11”事件和美国经济衰退，以及2008年的全球金融危机（图4.4中以深灰色阴影时间段表示）。尽管很少有人讨论，但其实2001年和2008年美国股市的跌幅差不多——都腰斩了。这两次深刻的危机给了我们合理的时间锚，以计算周期的持续时间。上升趋势对资产价格的积极影响往往比下行趋势的负面影响持续的时间更长。

第四，历史表明，全球市场在2018年第四季度面临的挑战有可能是11年中周期的最后一段。这个中周期包括3个3.5年的短周期，从2009年初开始，至2019年初结束。但这也可能是从2016年初开始的，是一个为期7年的中周期内的第一个3.5年短周期。这个稍短的7年中周期包括两个3.5年的短周期。因此，2018年第四季度出现的动荡级别代表着一个3.5年短周期的结束，远没有11年中周期结束所带来的动荡那么严重，所以也没有让当时的美国经济直接进入衰退。

第五，在2018年第四季度前后，中国自身的3年经济短周期正进入最后的下行阶段。我们的模型结论显示，中国周期的这一下行阶段，恰好与美国3.5年短周期的后期下行阶段相一致（2018年第一季度至2019年第四季度），这将是动荡之季。当时的中国股市已经下跌了许多，这一周期阶段的时间巧合很可能是当前中国股市难以寻底的原因。

图4.4是我们使用彭博图表工具绘制的，虽然它合乎常理，并具有视觉上的冲击，但我们需要量化建模以验证它的严密性。从图4.5到图4.7，我们使用调整后的每股收益的月度数据来模拟美国经济的短周期和中周期。我

们的量化模型可以清晰地展示过去20多年美国经济的3.5年短周期，以及包含了两个3.5年短周期的7年中周期。然后，我们将标普指数、工业产出、产能利用率、经济领先指标、资本支出计划和就业等美国宏观经济变量与美国经济周期指标叠加在一起，读者可以清晰地看到这些变量与周期指标之间的紧密联系。

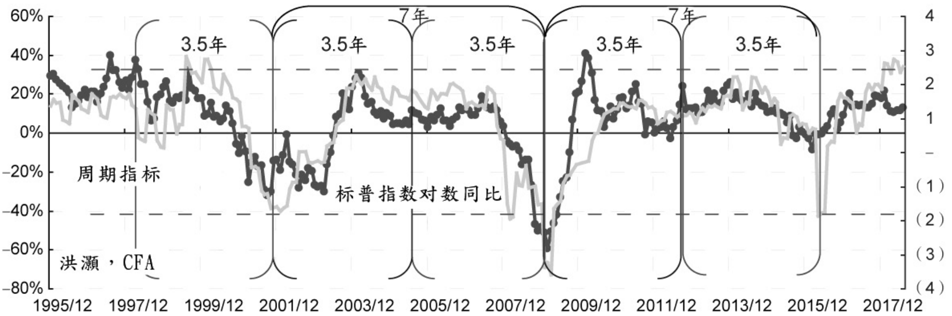



图**4.5** 量化的美国经济**3.5**年短周期和标普指数的对比

注：美国经济周期指标（右轴，灰色线），标普指数对数回报率周期（左轴，黑色线）。短周期（3.5年）和中周期（7年）以大括号表示。
数据来源：彭博，作者计算。

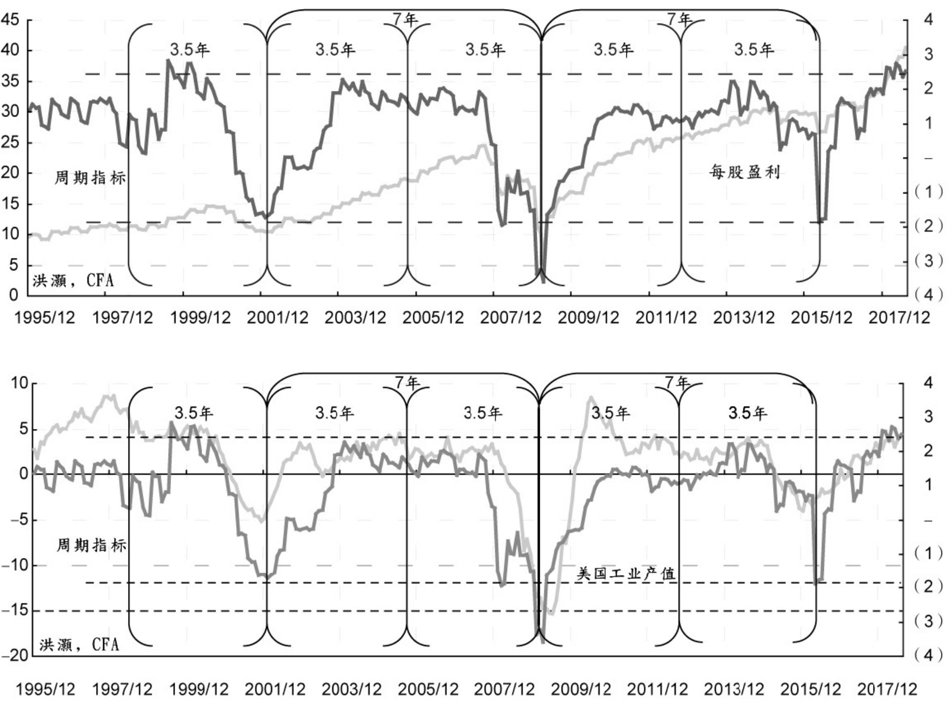
市场价格、产出、成交量和调查之间的这些价、量的相关性，证明了我们的周期模型的有效性：这里定义的周期性并不能简单地当作偶然性而打消。所有这些重要的时间序列都显示了相似长度的、清晰界定的时间久期。尽管这些数据经过了复杂的统计和数学处理，但它们的重要转折点在很大程度上都是一致的。这些周期序列中鲜有普遍存在的、偏离一般规则的情况。即使出现偏离根本趋势的情况，这种偏离往往只会加速或减缓其自身运行的势能，而不会改变根本趋势。这种罕见的暂时性的趋势偏离，本身就是值得注意的，是周期存在的证据。

可以看到，美国经济的3.5年短周期与中国经济的3年短周期是基本一致的。我们在前文讨论的中国的猪肉价格周期的运行，也从侧面证明了中国经济的3年短周期。中美两个经济体中，由两个短周期组成的6~7年的中周期也是基本一致的。中美两国短周期与中周期的交汇，必然对经济和市场的表现，以及政策的选择产生深远影响。

在前述和后续的讨论中，我们用计量经济学定义了美国经济的3.5年短周期和中国经济的3年短周期。正是因为经济周期的变化，我们才能观察到各国宏观经济变量波动的相似性和同时性。周期似乎围绕其既定的趋势有

节奏地波动。当然，我们也不用过分纠结美国经济短周期和中国经济短周期之间大约两个季度的差异，经济周期不可能像石英闹钟那样精准。

康德拉季耶夫在他开创性的著作《经济生活中的长波》中讨论了短周期、中周期与长周期之间的差异。他似乎不同意一些批评者的看法，即中周期是由资本主义制度推动的，并受到“偶然的，经济以外的情况和事件的催化”，例如技术的进步，战争和革命，新国家融入世界经济，黄金生产的波动。相反，他认为这些看起来改变了历史进程的变化其实是周期内生的。例如，技术进步可能在周期转折点之前几年就已经产生，但在不利的经济条件下，新技术并不能立即投入使用；战争和革命可能是争夺稀缺资源以发展经济的结果；随着旧世界需求的扩张加剧了开辟新市场的渴望，而新世界也随之渐渐地融入旧世界；黄金产量的增加是经济扩张带来的货币需求增加的必然结果。



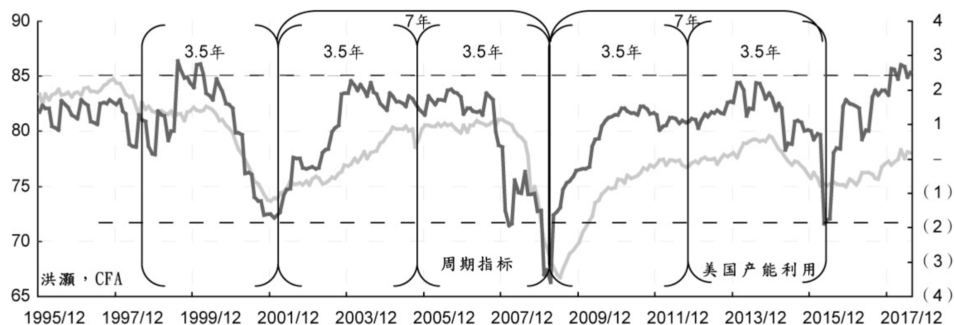
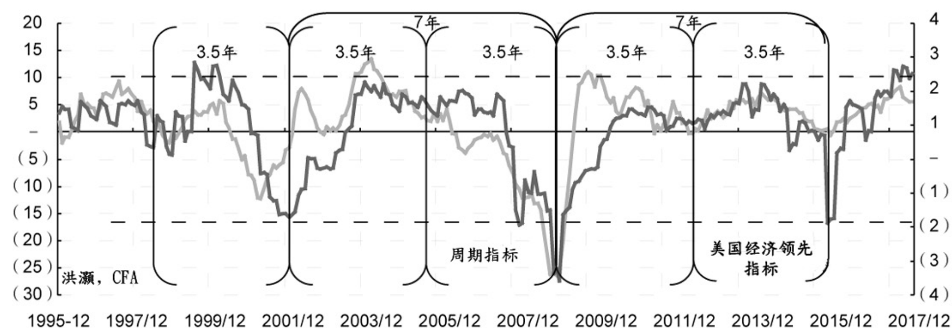
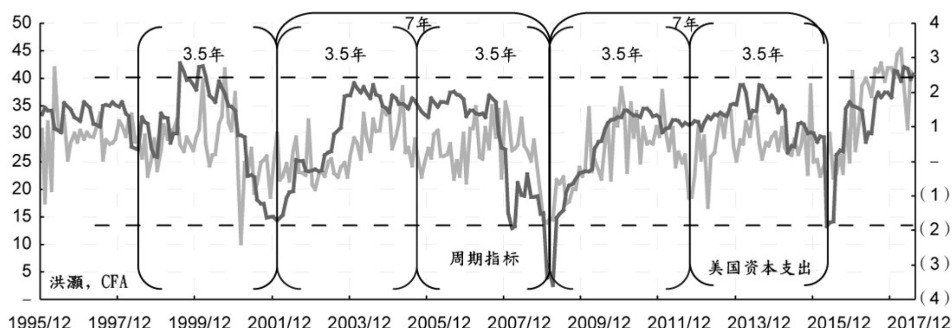



图**4.6** 量化的美国经济短周期与各宏观经济变量的比较（**1**）

注：美国经济周期指标（右轴，灰色线），美国经济的一些重要指标（左轴，黑色线）。短周期（3.5年）和中周期（7年）以大括号显示。
数据来源：彭博，作者计算。

我们对于中美经济周期运行的观察和论证，结合康德拉季耶夫的理论假设，有助于清楚地认识近年来的经验。中国2014年为棚户区改造释放流动性，2015年中国市场泡沫，2016年特朗普赢得美国总统选举，以及因中国的供给侧改革，商品价格自2016年以来的复苏，还有日益升级的贸易摩擦，都有可能是经济周期内生的。虽然这些历史性事件对市场产生了深远的影响，但经济周期的不同阶段、不同的供需形态，以及它们对市场价格的影响，都有助于人们观察并解释这些事件。与市场价格同步的情绪波动可能会引起我们对这些事件的关注。2018年9月3日，在首次公开发表对中美经济周期运行中的纠缠及其后果的讨论和预测时，我写道："随着美国的3.5年短周期在下穿7年中周期前冲顶，特朗普在贸易摩擦的谈判中会更加肆无忌惮、一意孤行，并将最终导致暂时貌似强大、刀枪不入的美国市场回落。同时，美国短周期的拐点可能会让当前普遍看涨的市场共识措手不及，因而导致意外的重大调整。最终，中国3年短周期的减速阶段将把美国经济顺道也带下来。"报告发表的那天，正好是2018年纳斯达克指数在上一个短周期见顶的时刻。随后，美国市场暴跌，使2018年第四季度成为自大萧条以来最糟糕的第四季度。



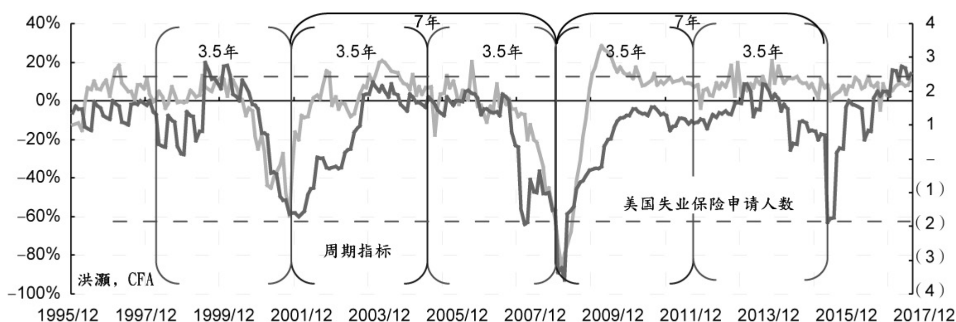




图**4.7** 量化的美国经济短周期与各宏观经济变量的比较（**2**）

注：美国经济周期指标（右轴，灰色线），美国经济的一些重要指标（左轴，黑色线）。短周期（3.5年）和中周期（7年）以大括号显示。
数据来源：彭博，作者计算。

## 中国经济的短周期

中美经济存在明确的短周期。这些周期本身根植于经济运行的内在动力。

在周期运行的时候，大量经济变量同时地、有规律地波动，并在经济运行的轨迹中引发“潮起潮落”。每隔几年，当美国和中国的短周期纠缠在一起时，市场和社会领域就会出现显著的波动。过去几年发生的历史性事件，比如2015年的中国泡沫、2016年特朗普当选总统以及近两年日渐升级的贸易摩擦，很可能是这些周期引发的观察偏见，而不是周期的起因。否则，我们必须要解释带有偶然性的历史性事件为什么会有时间规律地发生。在下文中，我会以量化的尺度来验证中国经济里这些短周期的存在。

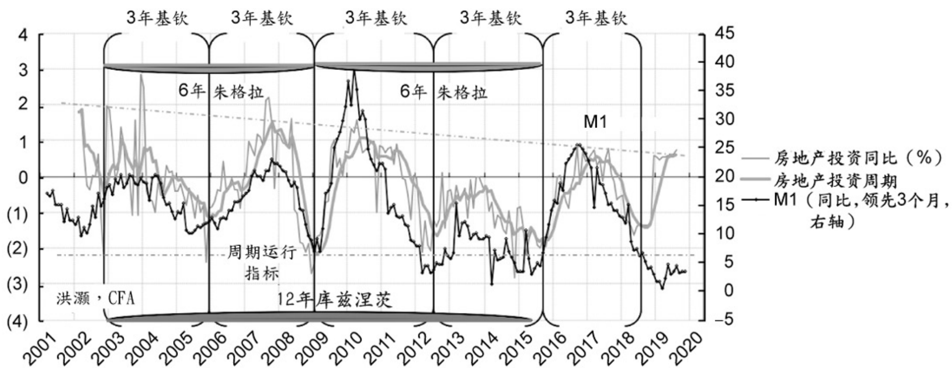
2018年第四季度，中国的3年短周期正快速陷入最后的减速阶段，而美国的3.5年短周期正飙升至拐点附近，即将进入下行阶段。随着历史的重演，就像我们的量化模型所显示的那样，重大事件和剧烈的市场动荡随后开始出现。当时，美国市场在拐点前的强劲表现并非因为特朗普的英明决策。其实，这些政策反而强化和加速了美国短周期的运行。美国经济短周期的强势，使特朗普在2018年的贸易谈判中采取了更强硬的立场，进而使美国的政策选择更偏激，也最终导致美国周期下行的拐点来得更猛烈。

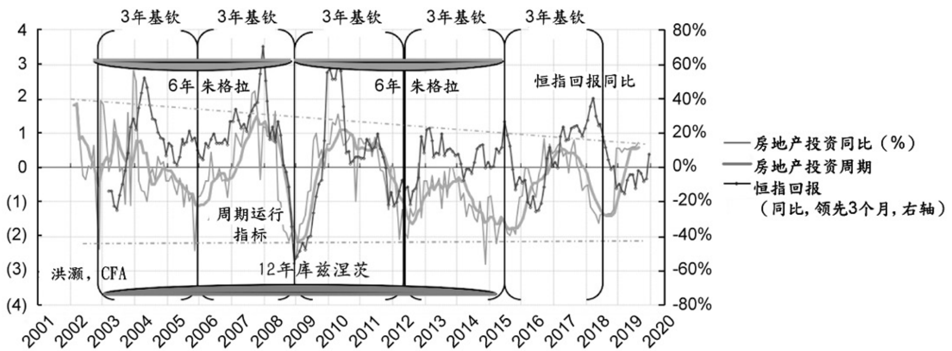
同时，中国的政策应对受到国内杠杆高企和房地产泡沫的阻滞。中国哲学总是坚持“人定胜天”，忽略了周期的力量。对于周期下行产生的阻力匆忙应对，将有可能让我们暂时偏离长期结构性改革的轨迹。中国市场往往在政策基调转向宽松的时候进入寻底阶段。然而事实证明，当美国和中国经济周期同时进入上升或下行阶段时，两个经济体周期的交汇而产生的合力是很难抗拒的。中国由于周期较短而往往领先，而中国股市近期的表现很可能已经为中国市场未来跑赢美国市场拉开了序幕。

美国经济在2021年将逐步进入中周期的下行阶段。由于一个中周期往往持续7～11年，包含2～3个短周期，2021年可能是从2016年开始的持续了7年的中周期的下行阶段。如果是这样，全球市场的动荡就会接踵而至；又或者，那时有可能是2016年以来的新的11年中周期里的第二个3.5年短周期。这个中周期将在2021左右下行，并伴随着严重的危机，之后再次进入11年中周期的最后一个3.5年的短周期。但无论2021年是7年中周期的结束，还是11年中周期开始下行的最后一个短周期，那一段时期，市场和经济的表现都会极度动荡不安。

在2017年3月，我第一次通过定量的方法阐述关于中国经济运行3年短周期的理论。我们通过分析房地产实际投资增长数据与其长期趋势的偏差，得出了3年经济短周期的规律。截至2018年，中国经济运行共有将近5个非常清晰的3年经济短周期：2003—2006年、2006—2009年、2009—2012年、2012—2015年，以及从2015年第四季度至2018年底、2019年初。在本书着笔的时候，2019年初开始的短周期仍然在进行。为了验证这个3年经济短周期，我将其与中国其他宏观经济变量的量价数据进行比较。我们证明了螺纹钢价格、利率、工业产出、股指和盈利预测等指标的

走势，都和中国3年经济短周期密切相关。这说明了中国3年经济短周期可以解释其他宏观经济变量的走势（见图4.8）。从过去20年的数据可以看出，中国经济周期的长期趋势是向下的，每个周期的高点和低点都在不断下降。这个长期的下行趋势其实不难理解：中国巨大的投资规模以及快速增加的杠杆，压抑了新投资的边际回报，限制了经济发展中进一步有效投资的空间。经济周期持续的时间长度可能与房地产建筑施工周期有关。比如，建设一座30层高的住宅楼，建筑完成需要的时间为9~12个月，水电安装需要3个月左右，再加上安全检查和各项审批的时间，所以完成时间为1.5~2年。其后还需要约1年时间消化房屋库存，使房地产的库存投资周期约为3年。而建筑周期归根结底就是信贷周期。



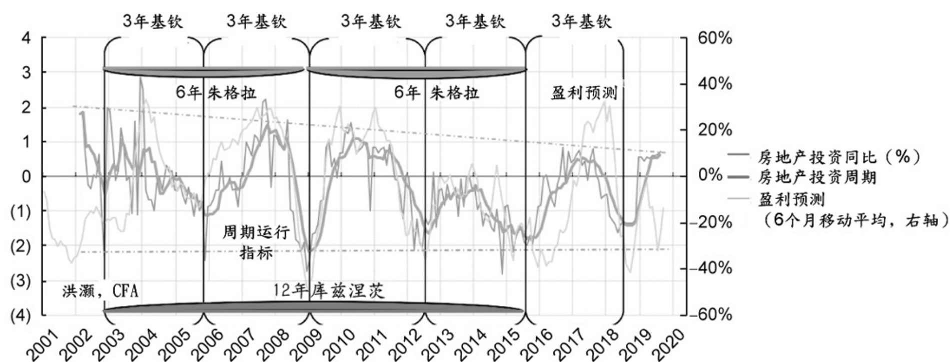



图4.8 中国3年经济短周期

数据来源：彭博，作者计算。

中国的库存投资周期也具有清晰的、大约3年的周期，并呈现出长期向下的趋势。过去10年里，每个周期的高点也在不断下降。图4.9对比了中国工业产成品库存变化的周期全球金属价格周期。可以看到，这些宏观经济变量都是密切相关的。在过去20多年中，这些变量的相关性并没有发生改变，并呈现出一个时长约为3.5年的周期。这些周期的重要低点，分布在2002年初、2008年末、2015年末，以及2018年末至2019年初。这些重要的库存周期低点同时伴随着严重的经济衰退，如2002年和2008年，以及极端动荡的市场和类经济衰退，如2015年末至2016年初中国股市泡沫的破灭，2018年末中美周期冲突，美联储货币政策失误而产生的市场剧烈的震荡和经济下行的压力。

我们还可以把中国的狭义货币供应周期与中国的工业产成品库存周期变化进行比较。中国的狭义货币供应周期领先工业产成品库存周期3～6个月，并存在一个明显的约3.5年的周期。也就是说，中国人民银行的货币政策选择也是有明显的周期性的，并且在过去20多年以来一直遵循着这个周期规律。直觉上，央行的货币政策是经济周期的稳定器，其稳定作用表现在，当经济出现下行压力的时候，央行提前对其货币政策进行调整，因此体现在货币政策和工业产成品库存周期的时滞关系上。假如工业产成品库存周期有着明显的周期性特征，那么央行的货币政策也将呈现出逆周期调整的特征。虽然这个调整有一定的前瞻性，但是它的时长应该与工业产成品库存周期一致。而历史数据显示，两个变量的关系的确如此。

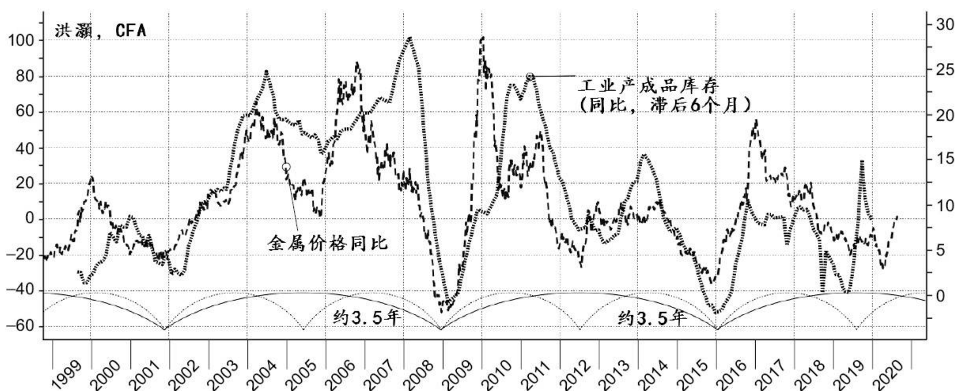



图4.9 中国工业产成品库存和金属价格同比

注：金属价格同比变化（左轴），工业产成品库存同比变化（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

更有意思的是，中国的狭义货币供应周期和工业产成品库存周期与全球股指的运行也有密切的相关性。当然，我们知道相关性并非因果关系，中国的宏观数据变化周期并不一定是全球股指起伏的决定性因素。然而，考虑到中国经济在全球经济中举足轻重的地位，以及中国在全球产业链里处于中上游的位置，中国的货币政策选择和工业产成品库存的变化所反映出来的中国经济周期的运行，也势必影响全球股指的运行。同时，这些变量周期的时间久期大概也是一致的。历史数据印证了这个理论（见图4.10）。

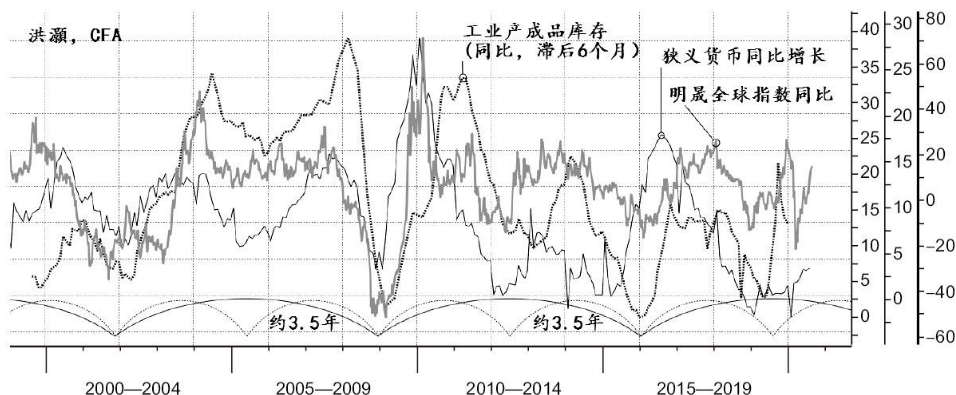



图4.10 中国狭义货币供应、工业产成品库存和全球股指的3.5年周期

注：狭义货币同比增长（右轴内），工业产成品库存同比变化（右轴

中），明晟全球指数同比变化（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

## 以周期预测股市

及时止损，但不要止盈。

——李嘉图

李嘉图是一位传奇的古典经济学家。他的经典著作《政治经济学及赋税原理》是宏观经济学的奠基石之一。出人意料的是，李嘉图还是一个追随股市趋势的交易员。他出生于伦敦的一个犹太股票经纪家庭，并在14岁时搬到阿姆斯特丹。在那里，李嘉图接受了更广泛的犹太社区圈子的教育，并很快学会了股票交易的艺术。

当时，李嘉图因为向一位贵格会教徒求婚而被父亲逐出家门。他别无选择，只能转向借助他所懂的唯一技能，也就是股票交易而谋生。不久，李嘉图证明了自己是“伦敦金融街的超人”，并积累了足够的财富，购买了一座乡村庄园。他的交易能获取盈利的秘密很简单：“永远不要拒绝选择的权利。及时止损，但不要止盈。”

当厌倦了赚钱后，李嘉图把他的兴趣转向了经济学。他对亚当·斯密在《国富论》中的见解非常着迷。从那时开始，整个经济学科都要感谢李嘉图的交易天赋。如果没有他对交易趋势独到的见解，世界就会错过一位伟大的经济学家。

我在前文中讨论了关于中国和美国经济短周期运行的理论，并详细论述和量化证明了这些周期的存在。在图4.11中，我们可以证明欧洲经济中也存在类似的约3.5年的经济短周期。与中美经济周期的运行一致，每个中周期可以包含2～3个3.5年的短周期，时间跨越7～11年。这个观察与熊彼特的三个周期说类似。熊彼特提出，朱格拉周期由数个短的存货周期，也就是时长约3.5年的基钦周期叠加而成。而数个朱格拉周期的叠加，最终形成了康波周期。熊彼特还认为，没有理由相信经济周期的运行只存在一种单一的波动。相反，这些波动必然要持续较长的时间，它们对经济生活的影响才能够完整地体现出来。熊彼特的三个周期说，与我前文论述的周期叠加理论类似，三个基钦周期构成一个朱格拉周期，而大约六个朱格拉周期构成一个康波周期。熊彼特坚定地宣称，这些周期的叠加“不是平均意义上的，而是一个个叠加组成了更长的周期”。

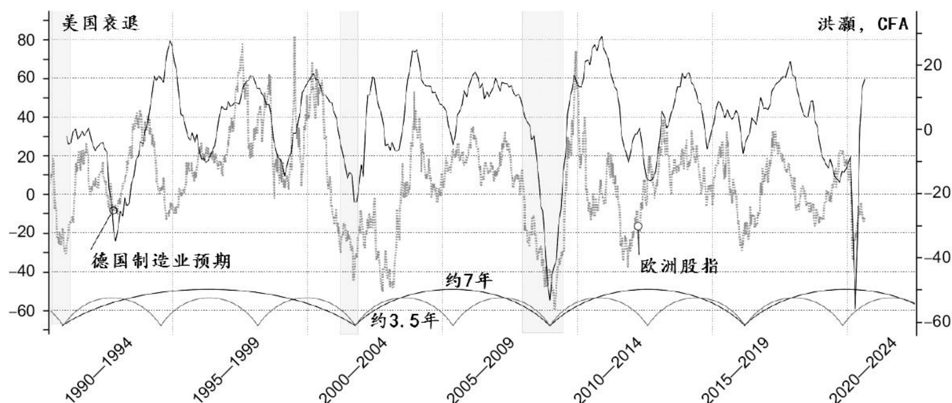



图**4.11** 欧洲经济的短、中周期和欧洲股指

注：欧洲股指（左轴），德国制造业预期（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

那么，李嘉图对跟随市场趋势的见解与我们的经济周期模型究竟有什么关系？

在经历了2020年3月历史性的股市暴跌，以及全球央行史无前例的宽松货币政策之后，我们观察到一系列经济周期指标开始从低位反弹。比如图4.11里的制造业预期指数，正在从一个类似2008年第四季度的深度开始反弹。同时，欧洲的股指和美国的半导体出货量同比增长也开始低位反弹。这个反弹是全球性的。我们也可以看一下铜周期（见图4.12）。由于铜是一种重要的工业金属，它的价格一直对经济周期的起伏非常敏感。许多宏观分析师把铜作为一个重要的经济周期领先指标，还把铜誉为“铜博士”。我的量化分析发现，铜的价格周期确实存在着一个约3.5年的周期。这个铜价格周期和我们之前论述的中国经济的短周期长度基本一致，周期的各个低点也大致吻合。由于中国经济的短周期运行和上证指数的回报周期也基本吻合，所以铜周期的存在进一步证明了周期在其他宏观变量里的客观存在。我在2020年6月中旬写作本书时看到的是，铜周期也开始从低位反弹。

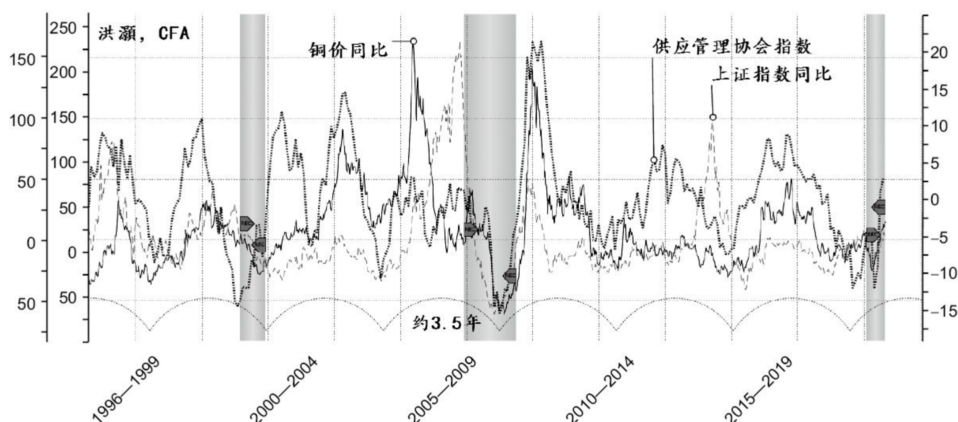



图4.12 铜周期、供应管理协会指数和上证指数回报率周期

注：铜价同比变化（左轴外），上证指数（左轴内），供应管理协会指数（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

全球经济的修复，还可以从市场情绪的修复中得以验证。比如，我们可以用铜和黄金的非商业净头寸之差，作为市场情绪的度量。由于这是本书第一次提到这几个重要的概念，我希望用一点篇幅讲述一下这几个宏观变量的意义，以及它们在市场预测中的用途。

铜是一种重要的工业金属，而黄金则是有名的避险金属。当然，在2020年3月历史性的市场暴跌之中，黄金也不能幸免，随着股市的暴跌而下挫。然而，市场总是“在恐慌中抛售黄金，在绝望中买入黄金”。或者，也应验了中国的那句老话：“乱世买黄金。”这是因为在市场恐慌性抛售的时候，人们并不觉得形势已经糟糕到覆水难收的地步。这时候，人们卖黄金主要是因为现金流动性的需要，尤其是基金经理需要现金来应对基金赎回的压力。然而，当市场完全绝望的时候，也就是说，形势糟糕到连美元这个曾经的“纸黄金”也信不过的时候，比如出现战争、恶性通胀等，那么在这个绝望之际，也只有实物黄金才能真正地避险了。

非商业净头寸则是一个衡量商品期货市场里纯投机仓位的指标。我们不需要看商业头寸，也就是那些大众商品生产商、贸易商的头寸，因为这些头寸主要是用来对冲手上本来就有的风险敞口的。比如，一个铜矿公司，它手上本来就因为铜的生产而有了一个天然的多仓。这个天然的铜多仓在交割给客户之前，必然受到未来市场波动的影响。如果在交割前铜价跌了，那么这个铜矿公司就会损失收入。因此，铜矿公司就会在交割日前去交易

所，用一定的价格卖出铜矿期货，锁定自己的收入。然而，铜矿公司的这个卖空铜期货的仓位，并不代表它对未来铜价走势的看法，而是表现了这个公司保护自己的收入不受价格波动风险影响的意愿。因此，这个商业头寸并没有隐含预期，只是一种自然的商业行为。

有读者会说，这种头寸还是有一定的隐含预期的。比如，如果铜矿公司认为未来铜价将要上涨，因此可以以更高的未来现货价格卖出铜的存货，获得更多的收入。然而，不要忘了，铜矿公司的铜的生产是源源不断的。它不可能把自己所有的存货都在一个最高点卖出，然后关门大吉。因此，对于未来每一个市场价格，只要铜矿公司有铜的产量，它就会面临价格波动的风险或收益。以铜期货仓位来对冲未来铜价的风险，能够让铜矿公司更加专注于自己铜矿的主业。当然，我也知道，国内有很多大宗商品公司在期货市场上的仓位带有很多投机的色彩，以图获得收益来增加公司的盈利，但是这也让公司暴露于大宗商品价格波动的风险中。这也是为什么2020年新加坡“燃油大王”林恩强旗下的兴隆集团，在石油行业发展了多年，最终由于油价历史性地暴跌至负值而宣告破产。类似的标志性事件还有2008年大宗商品价格暴跌导致中信泰富破产。

当我们把铜期货的非商业头寸与黄金的非商业头寸相比，也就相当于我们把市场对铜价未来的预期和黄金价格未来的预期做对比，把市场对经济周期最敏感和最不敏感的预期做比较。我们通过这样的比较得出来的指标，放大了经济周期的敏感性，是对经济周期运行最敏锐的衡量之一。当我们把这个指标和美国十年期国债收益率同比变化做比较时，可以看到，这两个变量是密切相关的，都是对经济周期运行最敏锐的衡量。在2020年6月，这两个指标都开始从历史低位反弹，显示经济周期似乎在全球央行同时宽松的条件下修复（见图4.13）。当然，这是从市场价格倒推出来的价格隐含预期。在未来价格发生变化的时候，比如，假如新冠肺炎疫情二次暴发时，市场价格里隐含的预期也会随行就市。



图4.13 铜和黄金非商业净头寸之差与美国十年期国债收益率

注：美国十年期国债收益率（左轴），铜和黄金非商业净头寸之差（右轴，百万张合约）。
数据来源：彭博，作者计算。

任何周期模型的重要性在于评估和预测许多人不易察觉的潜在趋势，以及转折点的大致时间。尽管并非万无一失，但这些预测可以提高交易策略获得盈利的可能性。作为宏观策略师，我们不能仅仅停留在简单的经济预测中，还要判断我们的预测可能带来的市场价格波动。我独有的周期模型自开发以来有着持续良好的记录。这些模型似乎都在指向2021年将要出现“周期之末”。

我们应如何将这些经济周期模型应用于市场交易模型的开发？新的交易策略对当前的交易环境又有哪些具体的关键判断？

## 中国市场回报率的周期

> 市场改变了吗？简言之，并没有。市场只是人类情感的货币反映……我在20世纪50年代赚了大钱的交易方式，与我的前辈利弗莫尔和巴鲁克的交易方法并无不同……也就是顺势航行到汹涌的市场情绪浪潮之巅。
>
> ——尼古拉斯·达瓦斯，舞蹈家，自学成才的投资者和畅销书作家

由于经济周期有规律地潮起潮落，我们观察到各种宏观经济变量在各国之间波动的相似性和同时性。经济周期似乎围绕着其潜在趋势有节奏地波动。直观地说，股票市场作为经济基本面的晴雨表，其价格变动必然在本质上反映了潜在的经济基本面。

此前，我们根据市场与经济周期之间的相关性进行市场预测。迄今，我们已经证明了中国经济的短周期波长为3～3.5年。现在的问题是，股票市场如何反映这一经济短周期？我们知道，3.5年是42个月，两个3.5年的短周期共同构成了7年的中周期。上海证券交易所里，每个月平均有20.2个交易日，每个3.5年的短周期约有850个交易日（$3.5\times12\times20.2=848.4\approx850$个交易日）。如果我们计算850天交易周期内市场每日的回报，理论上我们应该在回报率的波动中看出一些经济周期运行的影子。经济周期的长度应与移动均线上的重要拐点大概一致。

实际的情况也确实如此。在图4.14中，我们展示了中国市场的回报率如何在7年的中周期内起落回归，这个中周期由两个850天的短周期组成。同时，图4.14还显示了850天中国市场回报率与美国经济领先指标之间的密切关联性。请看看它们如何在图4.14中同步振荡。这是中国股市周期，以及中美经济之间的相互依存关系最有力的证据。

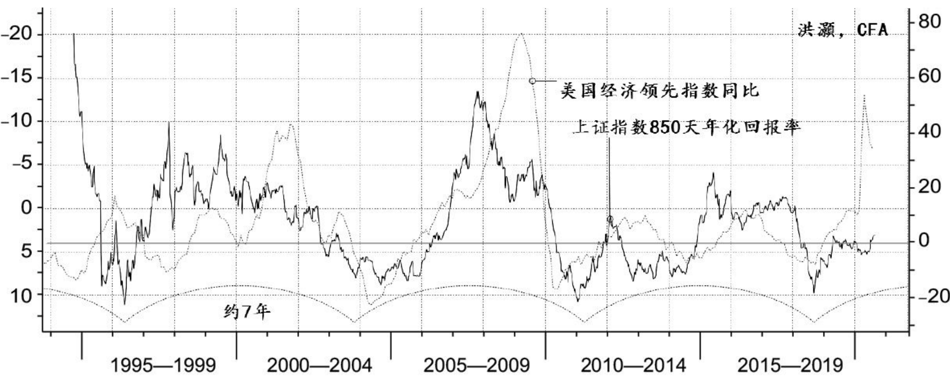



图**4.14** 上证指数**850**天年化日回报率的**7**年周期（**3.5**年≈**850**个交易日）

注：美国经济领先指数（左轴），上证指数850天年化回报率（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

如果我们简单地在上证指数对数价格图上绘制一条850天移动均线，可以看到这条移动均线在历史上许多重要的转折点都是重要支撑和阻力线（图4.15中灰色圆圈表示显著的支撑点位和显著的阻力点位）。这些观察结果与我们上述的假设一致，并证实了以我们的3.5年经济短周期为基础的850天股市周期的显著性。

从图4.15中可以看出，850天移动均线是一条指数现价的收敛线。从长期来看，指数现价高于或低于这条移动均线都会向其聚拢。也就是说，上证指数的价格运行具有强烈的均值回归特征。移动均线通常的应用，往往是将现货价格与平均值进行比较，以衡量潜在趋势的可持续性。

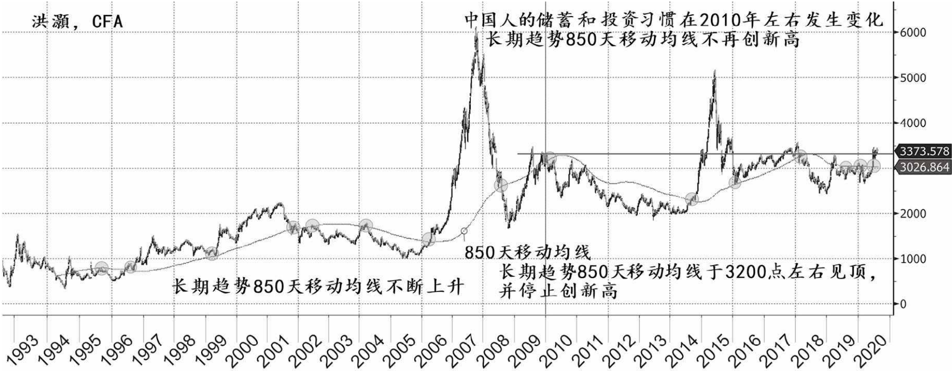



图4.15 850天移动均线是上证指数重要的支撑和阻力线

数据来源：彭博，作者计算。

然而，在图4.16中，我们将上证指数在历史上每个重要的支撑和阻力点之间，指数价格与移动均线的距离相加以求得面积，并以阴影区域表示。我们注意到，2010年，也就是中国经济仍在2008年之后努力修复的一年，似乎是一个分水岭。在2010年之前，上证指数基本是上升的趋势，850天移动均线以上区域的面积（黑色）大于以下区域的面积（灰色）。但在2010年之后，上下区域的面积基本上处于平衡状态。从那时起，移动均线已经停止创出新高，并且一直局限于一个交易区间。我们在第三章里讨论了2010年作为中国宏观经济运行的分水岭的意义。自2018年1月下旬下跌以来，指数区域的面积已经转负，上证指数因此承压。在2020年的第二季度，上证指数略位于850天移动均线的下方，市场处于一个重要的拐点。

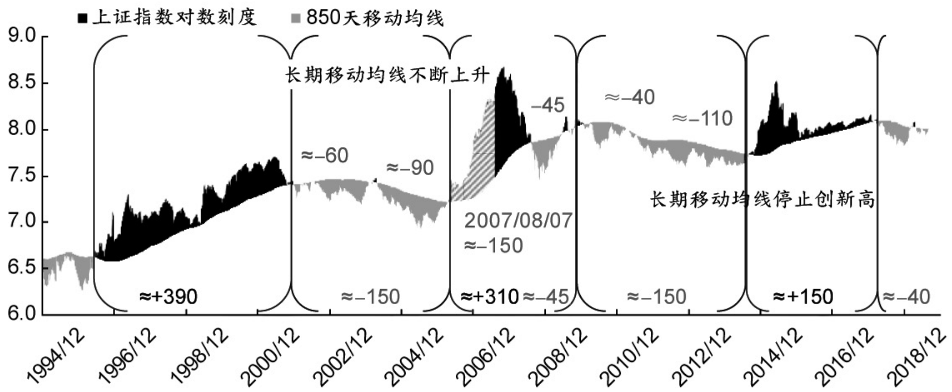



图4.16 上证指数在850天移动均线上下的面积

数据来源：彭博，作者计算。

这里简要说明一下一个来自周期研究基金会（FSC）的研究。这个基金会的董事会成员包括托马斯·德马克。德马克凭借其专有的德马克指标来识别周期拐点，并开创了良好的纪录。这个基金会的研究使用了1789年以来的200年交易数据，证实了股票市场的周期为40.68个月。第二次世界大战结束后，以41.6个月为波长的周期更为突出，并且自那以来一直持续存在。这个约42个月的股市周期和我讨论的850天、42个月的股市周期基本一致，也被罗斯柴尔德于1912年，以及基钦于1923年分别独立确认。

## 预测中国市场的“潮汐”理论

你需要知道的一切就在你面前。

——杰西·利弗莫尔

在前文，我们讨论了2010年前后，中国人的储蓄和投资习惯发生了显著的变化。经常性账户盈余的积累在2009年后大幅放缓。这反映了宏观储蓄率的下降，以及中国吸引外国储蓄能力的转弱。由于储蓄理论上恒等于投资，所以固定资产投资增长同步放缓。同时，广义货币供应增长也出现下滑，这对应外汇占款的减少（见图4.17）。

中美经济曾密切互补：中国生产，美国消费。因此，美国经常性账户赤字是美国消费过剩的结果，也曾经是中国货币体系流动性的重要来源。由于美国家庭在2008年之后试图去杠杆，美国经常性账户赤字占GDP的比例实际上已大幅改善。中国经常性账户盈余占GDP的比例下降，部分其实是美国经常性账户赤字占GDP的比例改善的一个镜像。因此，中国的货币供应增速也在下降。

这是一个对于资产定价的重要观察。广义货币供应的增长过去对中国股市的表现至关重要。随着货币增长减速，2010年之前的长期上升趋势基本上已经停止，并被一个有局限的交易区间所取代。从一个分享不断增长的馅饼的时代，正式进入零和博弈的时代。

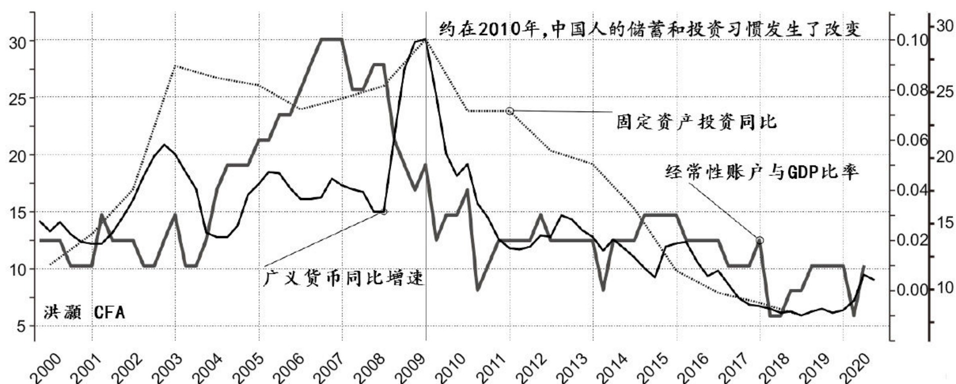



图4.17 自2010年以来，中国人的储蓄和投资习惯发生了显著变化

注：广义货币同比增速（左轴），经常性账户与GDP比率（右轴内），固定资产投资（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

在零和博弈的时代，850天移动均线对市场预测的意义越发重要。在这样一个市场受到明确交易区间约束的时代，移动均线对市场指数运行的参考意义更为显著。当我们将指数现价和850天移动均线的偏差，以滚动850天的时长来计量总和时，可以看出这个滚动的总和也有着明确的顶部和底部范围，并且能精确定位上证指数的历史性底部（见图4.18）。

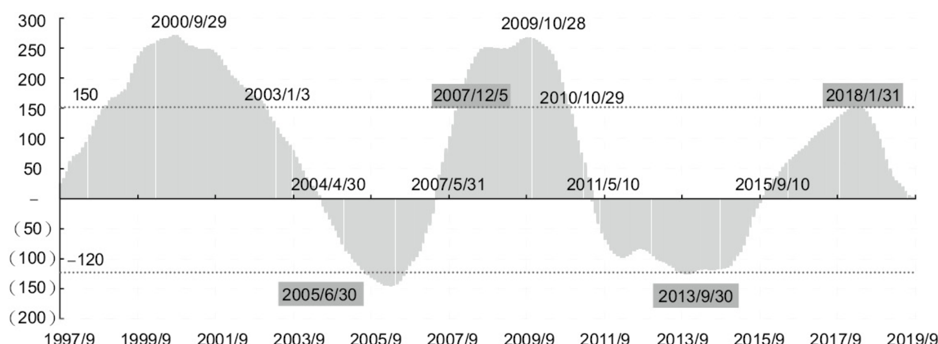



图4.18 上证指数和850天移动均线偏差的850天滚动总和有明确的顶部、底部范围

数据来源：彭博，作者计算。

图4.18有一些值得注意的特性如下。

第一，累积区域面积在250左右达到峰值，而在-150～-120处达到谷底。我们在区域面积扩大时使用150为分割点（决策点），而在区域面积减少时使用-120作为分割点，以制定一个简单的单边做多策略交易规则。如果是这样，在过去的20多年里，我们只找到了两个建仓和两个出货的时间节点。但是，这几个建仓和出货的时间节点，每一个都对应于重要的市场拐点。2005年6月—2007年12月的第一次交易回报率约为500%，这个交易几乎是完美的。2013年9月—2018年1月的第二次交易回报率约为70%，但是这次交易没有躲过2015年的那一场泡沫。值得注意的是，850天移动均线是一个慢速移动均线，并不适用于指导短线交易。图4.18标记的所有其他日期，都可以是潜在的离场时间节点。

第二，在2010年后零和博弈的时代，图4.18中的灰色区域在相似区域面积大小的正负之间交替持续了相当长的一段时间，反映了指数价格在850天移动均线上下震荡的现象。这个累积面积现在大约为零。也就是说，市场处于一个重要的拐点。

第三，这个计算过程其实是以先入先出的方法，用最新的指数偏差代替最老的，来计算指数现价和850天移动均线偏差的滚动总和的。由于最新数据时间上的临近性，2018年1月以来的低于移动均线的负值，将随着时间的推移，在新的移动均线计算中，使权重逐渐增加（也就是影响增强）。如果中国经济及其市场不及时进行重要的结构性改革，850天移动均线将继续作为一个重要阻力位。3200点左右仍将是潜在趋势的重要峰值。但值得注意的是，即便是2015年的那一场5000点的泡沫，也没有让移动均线突破3200点这个重要的水平。以史为鉴，图4.18中累积灰色区域面积下一步的方向，向下的概率更大。

我们把图4.18表现的指数和850天移动均线之差累积面积之和，与一艘满载货物的船如何在水中漂浮进行类比。随着累积面积开始下降，就像较重的货物（当期较低的价格）被装上船以取代较轻的货物（之前较高的价格），指数因此将会降低，类似于船在水中逐渐下沉。当累积面积大小变为负值时，通过指数现价和移动均线之差计算的每个新面积，将必为负值，对应于较低的现价和下降的移动平均，就像一艘负重之后不断沉没至水平面下的船。反之，随着累积面积开始上升，就像较轻的货物（当前较高的价格）被装上船，以取代较重的货物（之前较低的价格），指数因此将会上升，类似船卸货之后在水中逐渐上浮。当累积面积大小变为正值时，通过指数现价和移动均线之差计算的每个新面积，将必为正值，对应于较高的现价和上升的移动平均，就像一艘逐渐冒出水平面的船。因此，我们将此预测方法称为“潮汐”市场预测理论（见图4.19）。

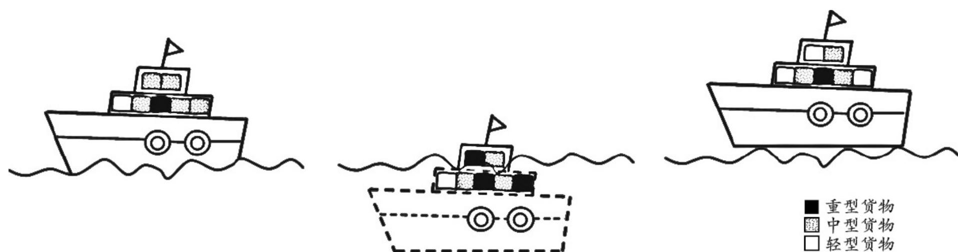



图**4.19** “潮汐”市场预测理论，水平面代表偏差累积面积等于零

数据来源：作者计算。

## 如何预测美国市场

> 社会和经济现象里时长完全固定的周期是根本不存在的——无论是长波还是中波。后者的长度在7～11年之间波动。而长周期的波长在48～60年之间波动……我们以上论述的长波……是国际性的……同样的时间节点也适用于美国。然而，资本主义发展的势态，特别对于美国来说，其波动的时间节点或具有特殊性。
>
> ——康德拉季耶夫，《经济生活中的长波》

著名的艾略特波浪理论家罗伯特·普莱切特认为，康波周期的平均波长大约为54年，也就是5个10.5～11年的中周期，又或是15个短周期。在论证了上证指数的850天波动周期之后，我们想知道这个来自我们3.5年经济短周期理论的股市周期，是否也适用于美国市场——尤其是我们已知中美经济周期具有密切相关性。

我们发现，850天移动均线对美国市场的效果甚至更好——除了它的表现形式和中国市场略有不同。这一移动均线是标普指数的长期趋势线。与中国不同的是，20世纪70年代以来，标普指数大致沿着这一长期趋势线不断上行。而在中国，指数现价围绕着长期移动均线上下波动。

只有伴随着经济的严重衰退，才能使指数大幅低于移动均线。在过去的50多年中，只出现过4次这样的情况：1973—1975年的经济衰退与石油危机；20世纪80年代初的通胀失控，美联储货币政策历史最紧；2001年互联网泡沫的破灭和“9·11”事件；2008年的次贷危机。在所有其他时间段，标普指数跌至850天移动均线下，在移动均线获得支撑后反弹，并重拾升势。即使是1987年10月的“黑色星期一”，或1990年第一次海湾战争中的

温和衰退，也无法打破这个长期的上升趋势（见图4.20）。

我们注意到美国市场的长期上升趋势始于1982年的经济衰退之后，保罗·沃尔克大幅提高利率以制服通胀。沃尔克当时紧缩的货币政策选择非常不受欢迎，并遭到里根总统的激烈抗议。我们可以从那个时期的观察中推断出长期牛市的必要因素：扩张性的财政政策，劳动生产率提高和通胀下行，并有央行在必要时提供货币政策支持（见图4.21）。

## 以周期理论来指导极端时期的交易

我们在上文论述了市场价格的运行如何反映经济周期的起伏。市场是经济的一面哈哈镜，往往夸大了实体经济里的波动性，但是市场还是会反映经济周期的镜像，尽管很可能是一个不完全真实的，并且扭曲的图像。我们的量化研究证明了，经济周期里的基钦库存周期持续时间约为3.5年，2~3个基钦库存短周期共同镶嵌形成一个7~11年的朱格拉资本置换中周期。我们发现，这个3.5年的基钦库存短周期是持续时间更长的周期的一个基本组成单位。比如，10个以上的3.5年基钦库存短周期形成了大家耳熟能详的康波周期。

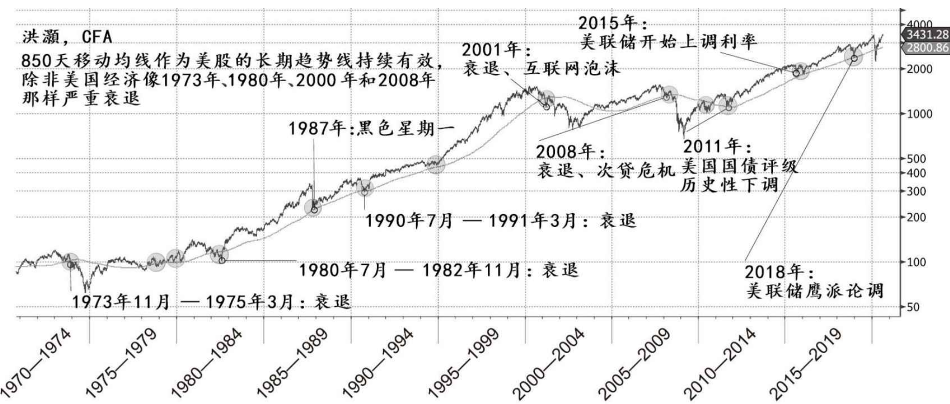



**图4.20 850天移动均线是标普指数的长期上升趋势线，只有严重衰退才能显著击穿**

数据来源：彭博，作者计算。

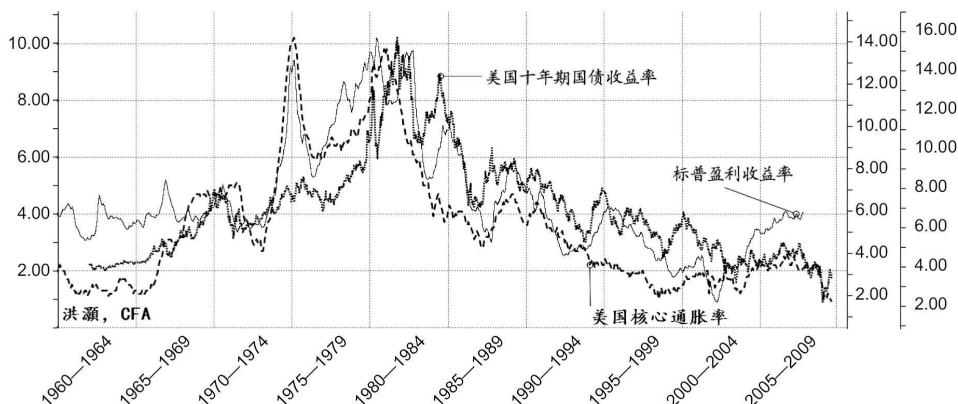



图**4.21** 沃尔克强势收缩货币政策，制服通胀是美股长牛的重要成因

注：美国核心通胀率（左轴），标普盈利收益率（右轴内），美国十年期国债收益率（右轴外）。
数据来源：彭博，作者计算。

在市场运行进入危机阶段时，比如2000—2002年，以及2007年10月底到2009年3月初的约50%的市场暴跌，我们可以用850天移动均线来寻求市场的支持位置。一般来说，只有在市场和经济发生严重危机的时候，市场指数的运行才会大幅跌破这个850天移动均线。请注意，我们的移动均线系统是从周期理论中反向推导出来的，而不是通过画技术图形得来的。这是我们的移动均线系统和其他技术分析不一样的地方，它是有坚实的周期理论作为基础的。迄今，在我阅读的与周期有关的书籍和论文里，大部分周期的理论只停留在对经济周期运行的历史回顾上，并在长期历史数据的基础上预测未来经济周期的运行。我发现鲜有周期理论对股票市场运行进行预测，或对资本配置提出建议。然而，预测市场和配置资产却是周期理论中最实际的运用，也可以体现在周期理论如何能够在现实交易中给出实际的交易策略上，而不仅仅停留在纸上谈兵的阶段。

我们在前文讨论了我的周期理论对于资产配置的意义。那么，在短期的市场交易中，我们是否可以再次把周期理论运用到交易策略上？我认为答案是肯定的，前提是需要市场处于因危机而产生的极端情况中。这是因为，3.5年的基钦周期，也就是850天移动均线，本身就是一个长期的价格运行趋势。它往往只有在对长期的资产配置，也就是持仓时间长度大于等于850天的资产配置进行决策时，才能显示出它的有效性。

在周期运行到末期阶段的时候，往往会发生重大事件和剧烈的市场震荡。当市场处于危机诱发的极端情况时，许多平时需要时间才能够产生的价格

波动，突然在很短的时间里发生。就像是进入了一个时空加速器，以前需要几年、几十年才能看到的事件，突然都压缩到了一个短期的时间段里发生。这就是2020年3月美股史诗级暴跌时产生的行情。当时，甚至连备受尊重的价值投资大师巴菲特也感叹，在他有生之年从没有见过如此密集的熔断行情。要知道，巴菲特已经90岁了，经历过美国市场里数十载的浮沉。

我们也可以换个角度来考虑这种一系列历史性事件被压缩到短期内发生的特殊情况。图4.22展示了标普指数和其850天移动均线的运行情况。可以看到，850天移动均线是标普指数一条非常重要的长期趋势线。在市场暴跌的时候，如2011年的美国国债历史上首次评级下调，2016年初中国股票市场泡沫破灭，以及2018年第四季度美联储货币政策的失误导致了美股迎来1929年大萧条以来最差的行情，可以看到指数下跌并触及850天移动均线的速度是非常快的，形成了一个个尖锐的，但底部沿着850天移动均线不断抬升的趋势。也就是说，当市场进入最后暴跌阶段时，周期理论却最能够提出交易指导。如果市场指数在850天移动均线上找到了支持，那么市场危机就不会进一步演化为经济危机，如2001年、2016年和2018年；然而，如果市场指数大幅跌破这条移动均线，市场危机往往就伴随着经济危机，如2008年和2020年。

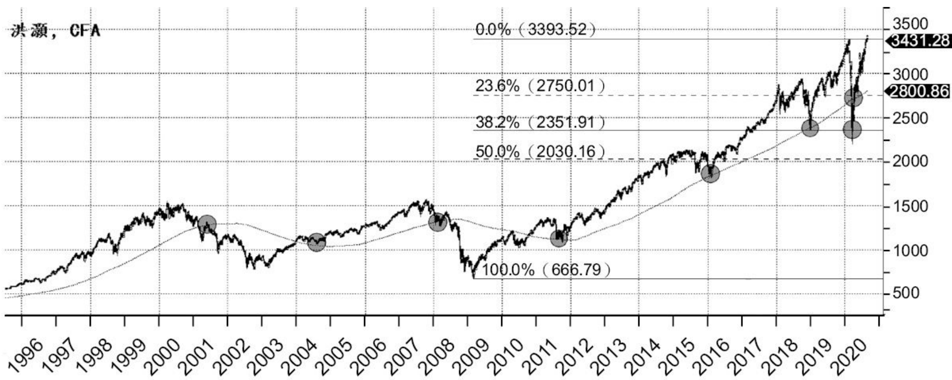



**图4.22 850天移动均线和市场价格运行的隐含的斐波那契数列**

数据来源：彭博，作者计算。

在技术分析里，计算市场价格回撤一般会使用黄金分割法。这个方法采用了斐波那契数列的一些重要的分支点来预测市场回撤的位置。这些重要的分支点为0.0%、23.6%、38.2%、50.0%、61.8%等。一般来说，黄金分割点＝38.2：61.8＝23.6：38.2，23.6＋38.2＝61.8：1。我们在自然界里

许多物体的天然比例中都发现过这个数字序列。虽然我暂时没有读到正式的理论解释为什么这个数列存在于市场价格的运行中，但是历史上，在市场价格运行时的上涨和回撤中往往可以检测到这个数列。在计算市场回撤的时候，交易员往往把一个周期里的最高点和最低点相减，并乘以这个序列里各个关键的分支点，得出市场价格回撤的大概位置。

在图4.23中，我们展示了标普指数的日线蜡烛图。可以看到，2350点左右是标普指数的一个关键支持位。比如，在上一轮周期，2018年12月26日的最低位就落在这个位置上。2350的这个点位，正好是上一轮周期的850天移动均线的位置，也是2018年12月圣诞节标普指数触底找到支撑，并开始强势反弹的时刻。在本轮周期里，2020年3月23日美国夜盘、3月24日亚洲早盘的时候，标普指数也在2350点附近开始触底并强势反弹。值得注意的是，在本轮周期里，2350点恰恰在标普指数1750天移动均线，也就是两个3.5年短周期形成的7年中周期得出的移动均线上。此外，我还发现850天、42个月这些从我的周期理论中推演出来的股市周期运行的数据，在改变时间单位之后，仍然对各自对应的周期有效。比如，把42个月改为42周、42天、42分钟的时间单位之后，推导出来的移动均线对指导对应周期的交易仍然有显著的意义。比如，图4.24显示了道琼斯指数一年日线与其42天移动均线在2020年3月这次暴跌前后的对应位置。可以看出，42天移动均线对于以日线级别操作的交易周期有着显著的指导意义。

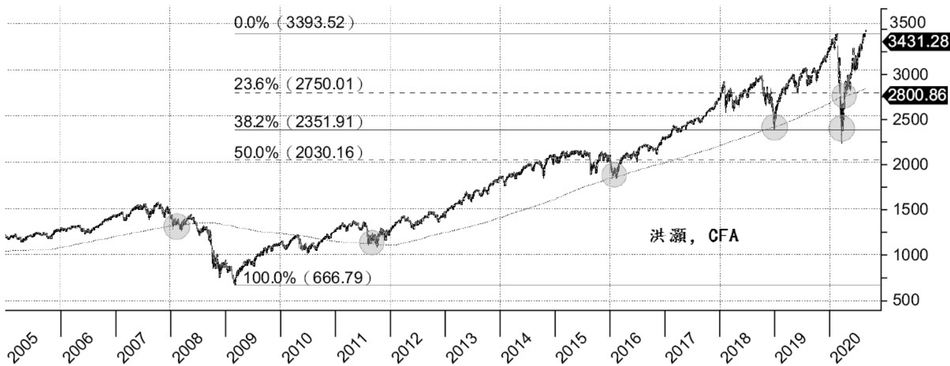



图**4.23 850**天移动均线和短期市场价格运行的斐波那契数列

数据来源：彭博，作者计算。

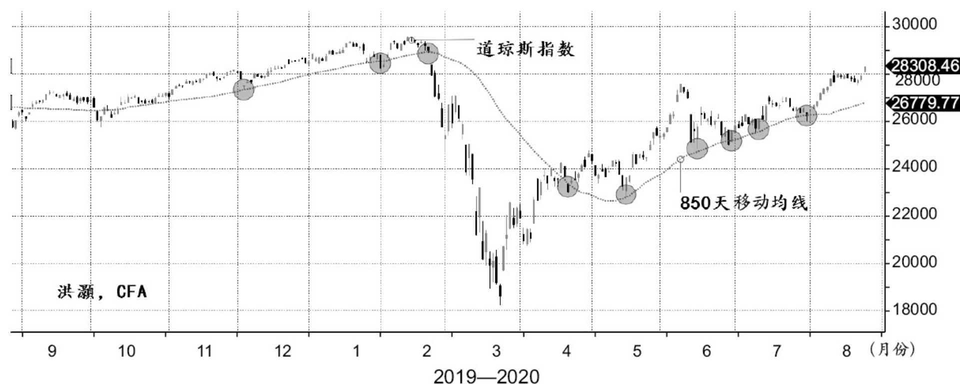



图**4.24** 改变时间单位之后的日线对于道琼斯指数日线级别交易周期的指导意义

数据来源：彭博，作者计算。

# 结论

> 既能判断正确，又可以拿住仓位的交易员并不常见。我觉得这是交易中最困难的事情之一……我的思考从来都没有为我赚到大钱，反而一直是我的以静制动在帮助我。明白了吗？是我拿得住（仓位）！
>
> ——杰西·利弗莫尔

行文至此，我已经论证了自己的经济中短周期理论如何可以应用于预测中国股市，以及如何在极端市场环境里指导交易。经济周期的波长和股市收益率周期是一致的。从这个经济短周期的波长得到的850天移动均线，恰好与各个主要股指的历史性拐点相吻合。因此，850天移动均线的确是市场的长期趋势。李嘉图从他的经济直觉中获得的对市场趋势的洞察，今天仍在继续发挥作用。

托马斯·马尔萨斯是与李嘉图同时代的经济学家之一，也是李嘉图的灵魂伴侣，他当年以另类的方式与李嘉图合作。他们通过一系列关于当时各种重要经济问题的公开辩论共同进行理论探讨。值得注意的是，在关于“玉米法”的辩论中，两位挚友在对立面进行的激烈的思想交锋，奠定了后来马尔萨斯关于经济租金原理的基础，以及李嘉图的比较优势原理。这两套理论都是现代宏观经济学的基石。

在与李嘉图进行经济“剩余产能”的辩论中，马尔萨斯认为总需求可能小于完全就业时的总产出。马尔萨斯后来在他的巨著《人口原理》中，进一步论述了关于非生产性消费阶层的存在，对于解决社会供应过剩的必要性。再后来，凯恩斯也认可，马尔萨斯的理论是就业不足条件下形成凯恩斯主义均衡点的前身。可惜无济于事，李嘉图“没有看到非生产性消费阶层存在的理由”。

随着中国人的储蓄习惯在2010年左右发生变化，李嘉图的上涨趋势在中国股市逐步演变为一个明确的交易区间，新的流动性来源是引发新的上涨趋势的必要条件。同时，中国自2015年以来一直在进行汇率改革，以及从2019年开始了LPR（贷款市场报价利率）改革。中国的改革开放已经开始深化和加速。这些都是里程碑式的改革，一旦完成，中国将重新掌握对其货币政策的主导权，逐步远离美联储的影响。在2020年5—6月，由于美联储为了应对新冠肺炎疫情开始了史无前例的宽松货币政策，全球的货币体系正在面临历史性的格局变化。不仅仅美国的广义货币供应增速达到了历史性高峰，并引领全球，中国自身的广义货币供应的增速，也重新回到了两位数的水平。这是近年来最快的货币供应增速。

我认为，工人工资的增长落后于劳动生产率的提高，一直在压抑社会总需求和通胀水平，直接造成了社会收入和财富的差距。顶层人口拥有财富，类似于马尔萨斯的“非生产性消费阶层”。而来自庞大社会底层的、被压抑的总需求，根本无法完全吸收与之人口比例类似的总产出。这个观点将在后文进一步论述。

展望未来，非生产性消费阶层的存在将继续为通胀和利率下降预留空间，一直到利率变成零为止。虽然还有很长的发展道路，但中国的货币政策独立性，因分配不均而导致的一批非生产性消费阶层，美联储无底线的宽松货币政策，以及随着中国资本市场进一步改革开放和全球指数权重的增加带来的外国资金流入等因素，将成为未来引发新的上升趋势的必要因素。目前，850天移动均线仍然是上证指数运行的重要趋势线。毕竟，即便是2015年夏天那个5000点的泡沫，也没有让这条移动均线突破3200点。要形成一个新的趋势，上证指数的850天移动均线必须决定性地突破3200点——这也是迄今这条长期趋势线的历史高峰。中国的货币政策周期如图4.25所示。

2010年是中国股市的分水岭。在2010年之前，850天移动均线不断上升，显示投资者当时赚的是由于经济增长导致经济规模不断扩大的利润，在一个不断被做大的馅饼里分得更大的份额。然而，在2010年之后，这条移动均线已经停止创出新高，并且被局限在一个交易区间内。上证指数变成了一个零和博弈游戏。2010年也是中国人的储蓄和投资习惯发生变化，以及经常账户占GDP比例下降和投资增长开始减速的一年。上证指数或许需要

政策的改革和扶持，才能形成一个新的上升趋势。

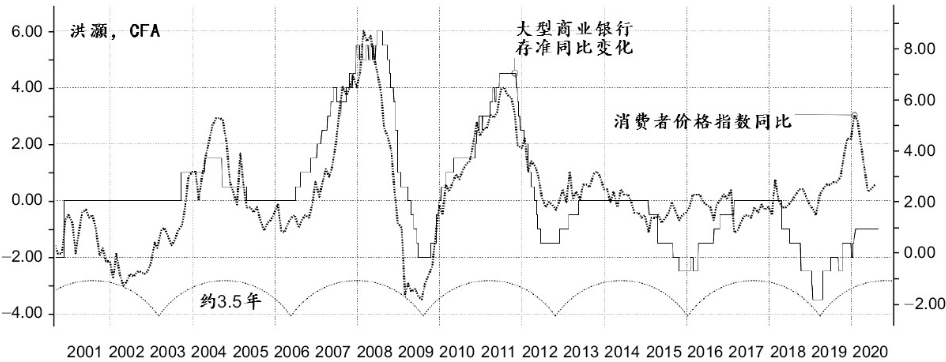



图**4.25** 中国的货币政策周期

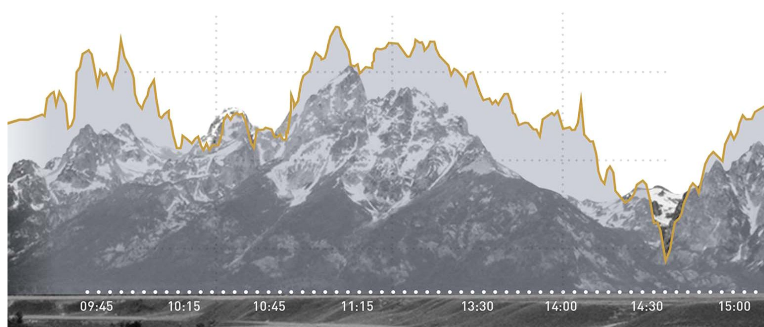
注：大型商业银行存准（左轴），消费者价格指数（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

康德拉季耶夫和基钦的研究也证明了，时长42个月，也就是3.5年的股市周期的存在。这个市场周期和我通过独立量化研究推导出来的市场周期的时间长度基本一致。虽然股市波动往往大于经济基本面的变化，但中国可以借鉴美国长期牛市的经验。新牛市的产生需要新的流动性来源。中国不断深化利率和汇率改革以掌握货币主权，全球货币量化宽松，全球指数纳入和外国资金流入，都是潜在的新增流动资金来源。长远来看，中国新的牛市可能正在酝酿。然而，在新的趋势出现之前，上证指数仍然是一个受制在交易区间内的零和博弈游戏。一如凯恩斯在《就业、利息和货币通论》里所述：

> 根据以往经验，无论是消息面还是市场氛围的改变，都足以影响市场大众的心理，因此，专业投资者被迫去预测即将发生的变化。这是投资市场被所谓“流动性”影响不可避免的结果。在传统金融理论中，没有什么是比崇拜流动性更反主流的，这是投资机构都热衷于把资源集中在具有“流动性”的证券上的原因。
>
> 从社会的角度来看，高明的投资目标应该是去击败那些制约我们未来发展的时间和无知的黑暗力量。但从私人的角度来看，所谓最高明的投资，却是“抢跑”，正如美国民众充分表现出来的那样，要智胜众人，还要把坏的、贬值的残破皇冠抛给接盘侠。

# 第五章

# 未来是否可以预测



我从来不考虑未来，因为它很快就会到来。

——爱因斯坦

## 通胀消失之谜

价格是一种记录机制。当民众以交易商品维持生计时，会用价格来衡量商品的成本。对经济学家来说，价格计量货币价值的变化，而价格还告诉了卡尔·马克思关于生产中价值的分配。历史已经囤积了大量的价格数据——汉谟拉比时期巴比伦的黏土片，以及法老时期莎草纸的残骸，都有对价格的记载。

在前文里，我讨论了央行的政策如何影响市场价格的形成，最终导致泡沫。由于央行的政策选择是可预测的，所以市场价格对于货币政策的反应也是可以预测的，尤其在市场处于严重危机，市场价格运行到极端的时候。其中一个关键点，也是和古典经济学的假设出发点相悖的地方，那就是实体经济里的充分就业是一个唯一的、贯穿始终的均衡点。即使在运行之中暂时出现供给不平衡的情况，市场价格的运行在完全竞争的市场机制下也可以通过价格的变化调整使供求关系重新归于平衡。显然，这是一个不切实际的假设。

在这个假设的基础上，古典经济学变成了一门在给定的条件里把有限资源分配最大化的社会科学。随之而来的边际思潮革命、边际效应递减等现代经济学里重要的概念，成为主导经济思考的逻辑。然而，试想一下，在一些领域里，经济资源并非有限的。在现实生活里，虽然边际效应递减的现象确实存在，但是在科技日益进步的今天，我们发现经济里的龙头效应越来越明显。比如，中国经济里的BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）等科技互联网公司，以及美国经济里的脸书、苹果、亚马逊、网飞和谷歌等公司。它们市场规模的不断扩大和市场占有率的不断提高，似乎并没有伴随着边际效应递减。或者说，对于这些平台型公司来说，它们边际效应的有效前沿很高，在它们已经搭建起来的网络平台上增加新的产品和服务的边际成本非常低，然而边际收益却非常高。因此，即使从边际思维的角度来考虑，如果没有反垄断制度等的限制，这些公司目前远没有达到它们增长的极限。因此，如果我们换一个角度思考，那么古典经济学里许多墨守成规的、从有限资源出发的思维方式就会被打破。

在一个有效需求不足的世界里，供给相对于需求显然是过剩的。在这样的世界里，就没有必要太在乎资源的有限性了。从资源分配的角度来考虑，

在之前的资源有限的世界里，我们需要通过市场价格信号来调整供求关系。然而，直观地看，有限资源的假设本身就意味着市场价格的不断上升。或者说，有限资源的出发点本身就假设了一个有潜在的趋势性通胀的世界。

我们可以观察一下古典经济学理论形成时的社会环境。马尔萨斯在法国大革命前后形成了他的理论，并出版了他的著作《人口原理》。当时，马尔萨斯观察到的是法国人口在18世纪时呈几何级数增长。这场爆发式的人口增长，使当时法国农民的收入长期停滞不前。同时，由于人口的增加导致耕地面积缓慢增长，所以耕地地租的上升速度远远超过了农民收入增长的速度，最终导致民不聊生和法国大革命的爆发。马尔萨斯的理论很简单：如果人口增长的速度远远快于资源供给增长的速度，那么社会底层人民得到的资源将越来越少，对于资源分配的话语权也将不断下降，导致阶级分化、通胀横行、价格失控，最终导致社会革命。这是在一个资源有限的环境里对社会发展的一种宿命论的世界观。然而，马尔萨斯没有考虑到由于工业革命带来的社会劳动生产率的快速提高，劳动生产率的发展作为一个生产过程中最重要的投入要素，有效地突破了土地、房屋等资源供给的有限性，推动人类社会不断进步。

即便如此，直至19世纪，这种从资源有限的前提条件出发，从逻辑上推导出来的宿命论的世界观，还是主导了经济学界的思维方式。当时，经济学界里最有影响力的两位经济学家——李嘉图和马克思，各自从不同的角度推导出了对资本主义社会发展的末日视觉。李嘉图的观点和马尔萨斯的观点类似，李嘉图认为土地供应的增长是有限的，而人口却同时快速增长，并提出了“资源稀缺原则”。因此，李嘉图认为人类社会无法逃脱其黑暗的宿命。1789年法国大革命的爆发，使农民阶级和贵族、地主之间的矛盾斗争激化，并通过革命废除了之前许多固有的贵族特权。这场革命为李嘉图当时的社会末日视觉提供了很强的经验观察论据。

同时，马克思提出了他的“无限积累原则”。马克思观察到，从19世纪初期到19世纪中期，经济增长速度明显加快，然而劳动者的工资水平却基本上没有改变。工业利润、地租和房租在此期间都出现了快速上升，然而劳动者却没有参与到这个社会进步的过程。换句话说，虽然经济增长加快，工业发展进步，但对于劳动者来说却是毫无意义的。他们的生活水平仍然和工业进步前一样，他们每天仍在为生计奔波劳碌，没有享受到经济发展带来的丝毫好处。这些社会和经济的现实情况表明，当时的经济和政治制度其实已经明显破产了。因此，马克思预言，资本主义的末日最终必将到来，无论是因为资本回报边际的递减而导致资本家之间出现血腥的竞争，还是因为资本占据社会总收入的比例越来越大，最终导致阶级之间的斗争不可调和而爆发革命。当然，社会革命没有像马克思预言的那样，在资本

主义发展的末期爆发，而是在俄罗斯和欧洲一些比较贫穷的国家率先爆发。但无论如何，这两个在当时最有影响力的经济学家的理论的出发点，都是资源的有限性。

在一个资源有限的世界里，央行货币政策的最主要的目的，是给整个经济的运行指定一个价格的锚，使社会里对于通胀的预期不会像脱缰野马、无锚之船那样不受控制。同时，在这样的经济里，由于劳动力资源是有限的，菲利普斯曲线对通胀和就业之间反向关系的描述大致是准确的：在劳动力资源有限的前提下，失业率越低，通胀越高。这是一个对从1929年大萧条，到20世纪80年代初期沃尔克走马上任美联储主席，美国经济60年历史的描述。

在沃尔克大幅收紧货币政策，以牺牲经济、忍受严重的经济衰退来制服通胀这条恶龙之后，供给和需求的关系发生了模式化的转换。由于社会通胀预期被重塑，开始长期趋势性地走低，人们的消费、储蓄、投资习惯都发生了根本的变化。随着通胀预期的长期走低甚至消失，人们“提前消费，活在当下”的心态也发生了明显的改变。价格稳定了，人们不再需要急急忙忙地把钱换成消费品，而是有更多选择的余地，把当期的消费转化为储蓄和投资，以得到在未来更高的消费能力。在这种新的环境里，社会的总产出相对于社会总需求（消费）来说是严重过剩的。因此，像李嘉图、马克思的经济理论形成时期的“资源有限”的假设不再完全适用。

在20世纪80年代初沃尔克伟大的货币政策实验成功之后，劳动者报酬上涨的预期被逐渐消退的通胀预期所锚定。同时，劳动生产率水平却在科技突飞猛进的背景里迅速提高。最终，劳动生产率提高的速度大幅地、持续地超过了劳动者报酬增加的速度。或者说，在沃尔克制服通胀之后，劳动生产率快速的提高并没有得到合意的补偿，因此产生的剩余价值逐步积累在雇主手里。随着这个剩余价值积累的过程不断深化，社会贫富悬殊的现象越发严重。

讨论到这里，有读者会有疑问：人类历史上的两次工业革命，促使劳动生产率突飞猛进，同时经济增长的速度加快，经济规模不断扩大，难道劳动者一点好处也没有得到吗？毕竟，人均GDP这样一个收入的代理指标，在过去的200年里快速增长，人们的生活水平也提高了许多。想象一下，过去连法国最富有的贵族都没有抽水马桶。为什么整个社会的储蓄率却在下降？

我们关心的是分配是否平等的问题，以及由于分配的不平等最终导致的一系列社会和经济现象。值得指出的是，储蓄率在不同的收入阶层有着不同的表现形式。收入越高，财富越多，储蓄率越高，而反之类推。这是因为富有阶层的收入和财富增长的速度远远高于他们消费增长的速度。然而，

对于一个低收入家庭来说，可以想象的是，家庭成员的收入大部分都用于当期的养家糊口了。美国长期的收入分配的历史数据也很好地佐证了这一点（见图5.1）。

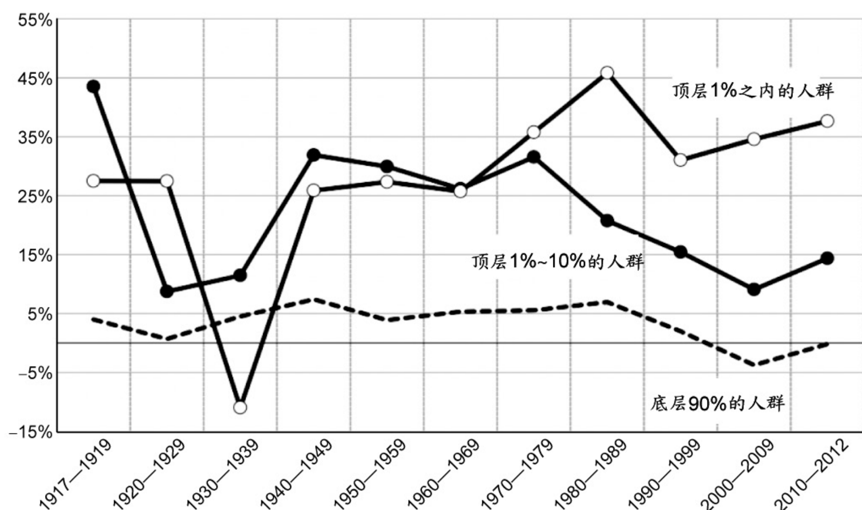



图**5.1** 各个社会阶层的收入占比

数据来源：Saez和Sucman。

随着富有阶层收入和财富的不断积累，整个社会的贫富差距不断扩大。尽管社会里大部分人的消费习惯提前、消费水平提高，但储蓄率还是在下降，绝大部分的储蓄还是由富有阶层产生的。富有阶层占据了社会绝大部分的储蓄，最后逐步转化为财富积累。因此，我们实际观察到的社会现象是：随着社会不断进步，社会的消费水平在不断提高，但是由于分配制度的缺陷，劳动生产率提高的速度远远快于劳动者报酬增长的速度，产出相对于消费严重不足；同时，富有阶层的储蓄率越来越高，以及投资及产生财富增值效应，导致贫富差距不断加剧。在这样一个产出相对过剩、需求严重不足的经济里，表现出来的形式一定是市场价格不断下降，通胀消失，甚至通缩压力抬头。这就是在一个资源并非有限的世界里产生的，与古典经济学的逻辑推论不一样的社会的现实。在这样的世界里，我们分析经济现象的出发点应该从根本上改变。

## 贫富不均极端化

在过去的35年里，美国十年期国债收益率（以下简称十债收益率）一直处

在一个长期下降通道中。十债收益率的上升往往侧面反应宏观流动性紧缩，反之亦然（见图5.2）。十债收益率的每一次飙升，都预示着全球某个市场即将发生危机。当危机发生的时候，全球的避险资金又都会回流到美国国债市场，大家会选择持有美国国债作为避险工具。同时，美元作为避险资产的定价货币，也因为避险资金对于美元的需求飙升而走强。境外资金回流美国进一步加深了美国以外的市场，尤其是新兴国家市场美元流动性的危机。这个资金在市场风险激化的时刻的国际流动过程，我在本书的第一章里已经详细讨论过。这也是美国作为全球唯一的避险资产提供者的特权。在长达30多年的十债收益率下行趋势线上，我们可以看到全球市场的历次危机：1987年的“黑色星期五”；20世纪90年代初的拉美债务危机，一些拉美国家至今还没能从中恢复；1997年的亚洲金融危机；2000年的互联网泡沫破灭；2008年的次贷危机。宏观流动性的收缩通常是历史上导致全球市场危机的诱因，2020年3月历史性的暴跌也不外如是。这是一个交易员眼中十债收益率的历史。

十债收益率曾在2018年第四季度触及当时历史的底部而反弹。如图5.2所示，我们可以看到2018年的底部与之前十债收益率在2014年和2016年触及的底部并反弹的位置基本一致。从交易技术分析的角度来看，2018年的十债收益率的底部是“三重底”。一般来说，这样的底部支持位置是非常牢固的。毕竟，这个“三重底”出现在十债收益率30多年下行趋势的末期，同时，从趋势上看，这个“三重底”当时的确扭转了十债收益率长期下行的趋势。如今回过头来看，2020年3月全球历史性暴跌之后十债收益率跌破了这个“三重底”，并不断创出历史新低，恰恰显示了这次暴跌的历史重要性和它的级别。这次市场的浩劫是第二次世界大战以来最严重的一次。2020年3月之后，十债收益率的新低隐含的更多的是对于长期通缩的预期。同时，短端收益率下降的速度明显慢于长端，收益率曲线倒挂，也显示了市场对经济前景的担忧。

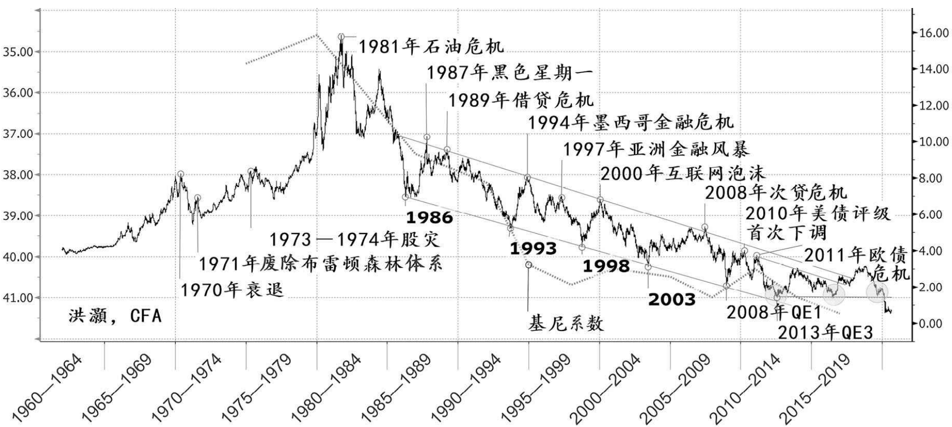


图5.2 美国十年期国债收益率记录着全球经济和市场的兴衰

注：基尼系数（左轴），美国十年期国债收益率（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

然而，长端收益率长达30多年的下行趋势，记录的不仅是全球市场和经济的兴衰，也是市场交易员对于价格波动的看法。在一个经济学者的眼里，十债收益率30多年的下行趋势，还是劳动者剩余价值被剥削的历史。由于劳动者报酬的增长远低于劳动生产率提高的速度，通胀被压抑，并导致对通胀最敏感的国债长端收益率长期趋势性下行。简单地说，相对于他们的产出，劳动者的报酬实在是太低了。劳动者报酬的增长落后于劳动生产率的增长，这有效控制了价格水平。这个现象从20世纪80年代初至今，导致债券长期跑赢股票。由于大量的劳动者报酬的增速持续低于劳动者的产出，劳动者的剩余价值明显地积累在社会上少数人手里。这就是为什么20世纪80年代初以来，全球收入分配失衡的现象越来越严重，同时全球经济严重失衡。

在图5.3的债券长期收益率下行的趋势里再叠加另外一个变量之后，十债收益率的历史就会勾勒出了一幅不同的画面。在图5.3中，我还比较了劳动者报酬的增长和劳动生产率改善之间的差异，并得出以下两个观察结果：第一，劳动者报酬和劳动生产率之间的缺口，与十债收益率在有历史数据以来一直高度相关；第二，此缺口的变化与十债收益率的长期走势一致，一直到2014年之后开始背离十债收益率的长期下降趋势。其实，这个缺口就是通胀压力的阀门。一个不断收窄的缺口意味着劳动产出的增速大于投入，也就是说，劳动者的剩余价值被不断剥削并积累到雇主阶层。如图5.3所示，一个变窄的缺口意味着劳动者或工人阶层，并没有得到与其生产率改善相匹配的、合意的劳动补偿。简单地说，这个变窄的缺口记录了在过去30多年间劳动者的剩余价值被剥削的历史。资本家通过给劳动者支付过低的报酬，不断积累剥削得来的剩余价值，在劳动生产率改善促进经济增长的过程中获得了更多的利益。

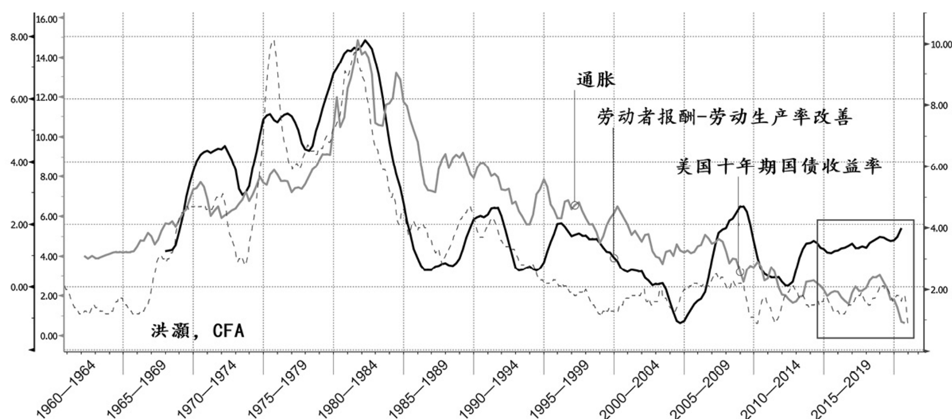



**图5.3 美国十年期国债也是剩余价值被剥削的历史，劳动生产率改善未得到合意补偿**

注：劳动者报酬-劳动生产率改善（左轴外），美国十年期国债收益率（左轴内），通胀（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

因此，从更深刻的角度来看，不断下降的十债收益率也反映了生产力和生产关系之间的长期错配。资本家和劳动者之间的经济收益分配不均，劳动者不能得到合意的报酬。由于分配不均而产生的社会贫富差距压抑了需求，使供给相对于需求总是过剩，通胀压力也因此一直被压抑。保罗·沃尔克极度紧缩的货币政策驯服了通胀这条恶龙，从那之后长期压抑了社会的通胀预期。同时，撒切尔及其铁腕政策粉碎了工会，削弱了工人进行劳动报酬谈判的筹码。到如今，贫富差距在全球不断扩大，收入分配不均的程度在一些国家已经达到了令人发指、不得不变革的地步。如上所述，劳动者报酬和劳动生产率之间的缺口从2014年左右就开始不断扩大，同时劳动者报酬和劳动生产率增长的缺口与十债收益率的运行方向，从那时候起也开始出现前所未有的背离。

从这个角度看，当下民粹主义的崛起就不会让人感觉意外了。根据法里德·扎卡利亚的定义，民粹主义“对于不同群体来说意义不一样，但所有民粹主义的愿景都对社会精英、主流政治和成熟的社会结构充满了怀疑和敌意”。民粹主义者认为自己“为被遗忘的普罗大众发声，是真正的爱国主义者”。由于长期得不到合意的劳动报酬，劳动者开始要求从经济增长中分得其应得的一杯羹。由此出发，“占领华尔街”运动、中国重新强调的实现全民社会福利政策、对默克尔移民政策的敌意和反对等一系列社会现象和政策，突然之间都有了一个清晰的背景。

与十债收益率一起长期下行的，还有美国的储蓄率。廉价劳工意味着工人阶级根本没有赚到足够的钱去储蓄，不得不每天为生计疲于奔命，往往过着手停口停的日子。社会里大部分劳动者的低储蓄率拉低了美国的全国平均储蓄率，并在克林顿在任时、中国加入世贸组织之后，不断下降，最终转为负数。储蓄本质上就是一种投机形式。就像在弗兰科·莫迪利安尼和米尔顿·弗里德曼跨期模型中假设的消费者一样，中国人放弃眼前的消费而努力存钱，是希望在未来可以更好、更多地消费。因此，今天对商品的需求以及商品现在的价格，一定是被人为地压抑了的。直观地说，中国人最终决定将其巨额储蓄转化为消费之时，就是通胀或者说是商品未来的价格必然结构性上涨之日。

由于美国人消费，中国人储蓄，国际资本流动也意味着美国可以吸引外国储蓄的流入，尤其是来自中国的储蓄，以补充美国国内储蓄的不足。因此，美国贸易逆差的扩大是美国储蓄率长期下降的镜像，同时伴随着中国储蓄率的激增。这些与美国进行贸易活动而获得的中国储蓄，随后被用于购买美国国债，压抑了十债收益率。从这种意义上看，美国为了进口中国商品而发行的国债，只是美国打给中国的一张欠条。现在，在中国消费主义抬头以及人口老龄化加剧后，中国的储蓄率已经开始下降。同时，由于美国劳动者开始为自己的贡献要求应得的报酬，美国储蓄率开始上升（见图5.4）。




图5.4 储蓄率是美国经常性账户变化的镜像

注：美国经常性账户和GDP比率（左轴），储蓄率（右轴）。
数据来源：彭博，作者计算。

劳动者是不可能不为自己所处的不公而发声的。随着社会贫富差距越发极端，劳动者抗争的意愿也将越发强烈。民粹主义的崛起体现着劳动者阶层

对公平分配经济果实的集体诉求，2016年特朗普的历史性胜出尤其突显了这个问题。其实到了2016年的美国大选，劳动者报酬和劳动生产率增速之差，与长端收益率运行的方向已经开始前所未有地背离。也就是说，虽然资本市场仍然根据价格运行的长期趋势推断通胀将持续被压抑，但是决定通胀压力的基本面因素已经发生了改变。这场社会财富果实分配的游戏总会有一个输家。随着劳动者报酬的增长开始持续超越劳动生产率的增长，通胀不可能永远被压抑。如果是这样，这个转折很可能会开始刺破过去几十年来的债券泡沫，尤其是当货币政策越来越乏力，而央行的资产负债表规模已经顶到了天花板，持续大规模买债的难度不断增大的时候。如果美联储一意孤行，继续发钞进行财政货币化，那么未来通胀的压力很可能会更大。从债券到股票的资产配置大轮动，将伴随着史诗级别的市场波动和风险溢出。届时，所有的风险资产都将在混乱中挣扎，而2020年3月的市场动荡只是对未来的惊鸿一瞥。随着通胀的回归，债券的收益率曲线最终将变陡，美元将走弱，黄金则将在市场的狂欢情绪消退后继续走强。随着一场新的价格革命时限迫近，在一切尘归尘、土归土之后，债券将逐渐跑输股票。

## 价格的革命

今天对于价格革命的讨论通常是指15—17世纪的波澜壮阔的通货膨胀时期，在那个时期，西欧的价格水平在150年间增长了6倍。然而，自中世纪以来，在13世纪、16世纪、18世纪和20世纪早期其实有过四次价格革命。它们都源于人口加速增长、生活水平提高，或两者同时发生而导致消费总需求过剩，有时还伴随着货币供应量的激增。在每一次价格革命中，拥有权力和资本的人都能得到巨额的收益，同时伴随着贫富差距扩大、政府赤字增加和金融市场波动。这些对历史的观察研究，让我们面对今天的现实有一种似曾相识的感觉。

如前所述，虽然劳动生产率提高了，但劳动者未能得到合意的补偿，是收入分配不均的原因。随着工人阶层的剩余价值被剥削，富人越来越富，贫富差距不断扩大。从过去超过100年的数据中，我们可以清楚地观察到，20世纪80年代以来收入分配不均愈演愈烈。同时，劳动者报酬的增长渐渐落后于劳动生产率的改善。如此巨大的收入分配不均的现象也曾发生在16世纪的西班牙、17世纪的荷兰、美国的镀金时代和咆哮的20世纪20年代。这些时代都交织着技术突破、金融创新、政府配合、移民涌入和占领海外富饶领地等带来的劳动生产率的巨大改善。在那个时代，那些富有并受过良好教育的人充分发掘了这些趋势。图5.5的左图中，以英美为代表的盎格鲁-撒克逊国家，与图5.5的右图中欧洲大陆国家和日本不同的历史经验对比，表明贫富差距至少有一部分是社会制度造成的。换句话说，不同的社会再分配制度可能减轻或加剧收入分配的失衡，并非别无选择。而

工人阶层已经觉醒，并正在开始争取其应得的部分。

当然，贫富差距的另一个推手，是社会各个阶层财富积累的不同，这比收入分配的不均有着更明显的差异。如前文所述，富有阶层的储蓄率明显高于社会底层。因此，富有阶层可以把更多的收入转化为储蓄资本进行投资。而投资回报的指数增长效应，意味着财富的快速积累。同时，收入的增长往往与经济的增长呈正相关关系，但劳动者收入低于其劳动生产率的提高，意味着收入的增长速度往往是低于投资的增长速度的。然而，投资回报往往却快于经济的增速。比如，在美国，股票的长期投资回报是8%左右，但经济的增速在2%~3%。这个投资回报大于经济增长的现象导致了财富的积累比收入的分配更加不均，进一步加剧了社会贫富不均的现象。

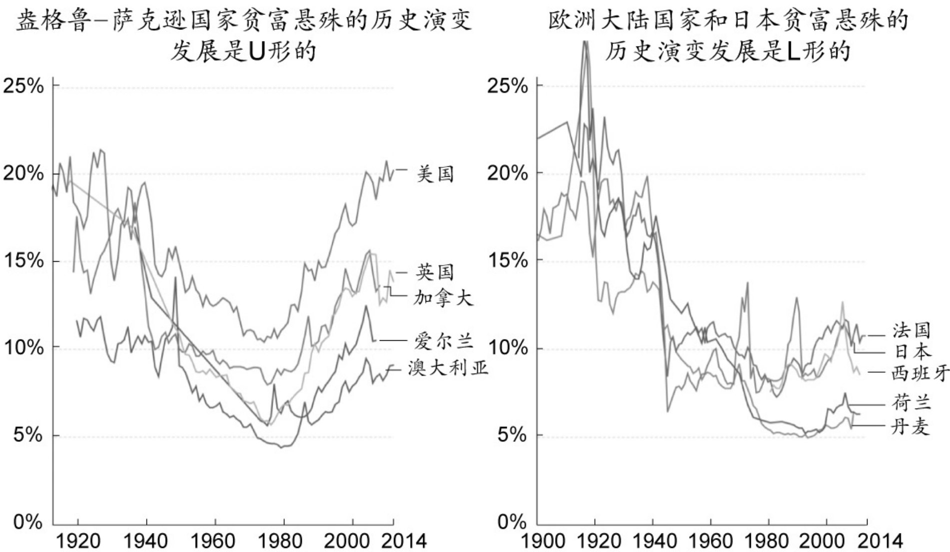



图5.5 收入分配不均是社会制度的产物

数据来源：用数据看世界（Our World in Data）。

在过去的30多年里，债券大幅跑赢股票这种趋势何时反转，一直是萦绕在投资者心中的难题之一。生产率改善带来的在企业主和工人阶级之间的利益划分，长期处于不平等状态。然而，凌驾在此生产关系之上的，还有借资给企业主（也就是债务人、企业的权益所有者）的资本家（债权人、债券所有者）。企业主通过压制报酬的增长来更多地获取劳动生产率改善带来的利益。直观地说，在这个分为三层的生产关系中，债权人必然比债务

人获得了更大的利益。否则，债权人何不建立自己的企业以获得更多的利润呢？简言之，由债权人所得到的债券回报应该优于由债务人所获得的权益回报，债券也因此长期跑赢了股票。然而，工人阶级对与其产出的增长相对应的合意的报酬的诉求已经被唤醒。之前因为这种债权人-债务人-劳动者之间的生产关系而产生的债券长期跑赢股票的局面，最终必将面临反转。

当劳动者报酬增长加速，并开始赶超劳动生产率改善的速度时，通胀压力自然应该上升。当下，常规的通胀衡量指标，比如美国核心CPI和个人消费支出价格指数，却为人们描述出一幅通缩的画面。然而，经历了2020年3月全球央行史无前例地联手印钞救市之后，世界大型企业联合会的消费者通胀预期已经开始空前飙升。同时，美国的输入型通胀也出现了8年多以来最大的单月涨幅。而对于通胀压力非常敏感的黄金开始迈向历史新高（见图5.6）。

在金本位被废除后，储蓄已失去了抵御通胀的避风港。特朗普提倡的财政赤字开支，以格林斯潘的原话来说，就是“隐形的财富抢劫”。而谎报实际通胀压力，其实就是隐形贬值，是将私人财富充公的最有效的方法之一。事实上，各国政府一直都在调整它们官方的CPI计算方式，以编织出一个低通胀的假象。例如在里根时期，租金支出取代了1982年一篮子商品中的买房支出，以便计算出更低的通胀和更高的经济增长。后来又推出了不同质量调整法（hedonic adjustment）。而在2011年早期，中国国家统计局减少了食品在CPI计算中的权重。巧合的是，食物通胀，尤其是猪肉价格，占据了2011年6月CPI增长的70%。若没有前期的调整，中国的CPI可能远远高于当时公布的6.4%。

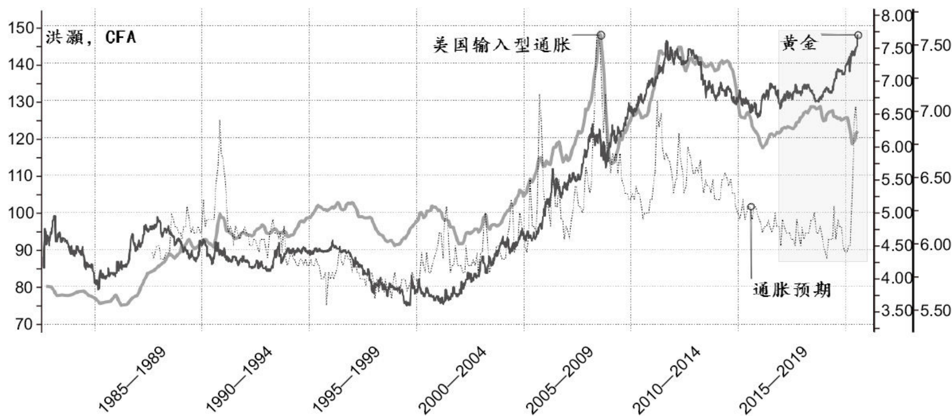



**图5.6** 通胀预期开始快速升温

注：美国输入型通胀（左轴），黄金（右轴内），通胀预期（右轴外）。数据来源：彭博，作者计算。

持续攀升的通胀意味着全球债券配置模式的转换。通胀越来越接近我们目前所处周期的拐点，结构性通胀很可能将发生。中国的巨额储蓄本身就将是未来长期通胀的重要推手之一。尽管如此，历史上所有价格革命都引发了人类社会的变革，随后迎来了盛世浮华，比如说，中世纪文明、文艺复兴、启蒙运动及维多利亚时代。随着这种资产轮动的进行，史诗级的市场波动也将发生。2020年3月以来，VIX恐慌指数飙升，并在市场3月底触底反弹之后仍然居高不下，这很可能就是未来伟大的资产轮动的征兆。

历经多年QE后，各国央行刚刚开始松一口气，美联储的鲍威尔甚至在2018年美国市场暴跌之前夸下海口说让美联储货币政策的收缩进入一个“自动驾驶模式”，但全球市场却又陷入了2020年3月的大崩盘。全球央行的资产负债表不得不重新开始扩张。在长达7年的QE结束之后，美联储再次被迫进入扩表周期；欧洲央行资产负债表的规模，已远远超越其在2012年初次展开担保债权购买计划时创下的高点纪录；日本央行量化宽松政策已经进行十几年，定性和定量宽松（QQE）已经进行3年，以及之后实行了“定性和定量宽松＋收益率曲线调控”，越发显得黔驴技穷。到了2018年，日本国债的70%已被日本央行拥有。中国人民银行的资产负债表规模曾一度领先于全球主要央行，应该也将进一步上升。这些极端的货币政策在通胀没有抬头之前，都在苟延残喘地压制着长端利率。

# 结论

这是本书的最后一章，也是最短的一章。在前面的章节里，我讨论了央行的货币政策的思路及其对全球资产价格长期走势的影响。在这一章里，主要讨论的是央行货币政策思路发生的历史性转变，特别是沃尔克伟大的货币政策实验以来，从凯恩斯的财政扩张主义到新古典经济学派自由思潮的演变。通过讨论这些经济学理论发展的历史及因此产生的货币政策选择，来观察这些政策导致的社会极端贫富悬殊的现象，通胀消失对于货币政策的反身性效应，以及对未来资产价格走势的影响。

库兹涅茨是研究社会贫富悬殊现象的先驱之一。我在前文讨论过的库兹涅茨周期，就是以这位经济学家的名字命名的。库兹涅茨研究社会贫富悬殊的现象也是从中长周期着手的。通过细致的社会收入、财富数据收集工作，库兹涅茨发现，从1945—1975年，全球经济在第二次世界大战的废墟上凤凰涅槃，经历了一个快速增长的阶段；同时，社会的贫富差距也大幅缩小了。或许是因为当时收集完整数据的条件有限，库兹涅茨在他收集

的数据里，并没有发现可以解释贫富差距缩小的有效内容。他能够观察到的，只是经济的进步同时伴随着贫富差距的缩小。因此，在耐心地收集了30年的数据之后，库兹涅茨宣称，贫富差距的缩小是经济进步的必然产物。只要社会进步了，经济发展了，贫富差距“自然就会消失”。库兹涅茨著名的论断就是：“经济增长将会水涨船高，逐步地淹没社会里所有的贫富不均。”

然而，李嘉图、马克思这两位把自己的经济理论建立在有限资源假设基础上的经济学家，如果看到库兹涅茨的这个论断，肯定会表示无法认同。毕竟，在经历了两次工业革命、经济飞速发展之后，欧洲社会的贫富悬殊现象并没有被消灭，反而随着经济增长快速加剧了。到了20世纪80年代沃尔克实施伟大的货币政策实验之后，社会的贫富差距又一次加剧了，重新回到了1929年大萧条时期的高点。很显然，库兹涅茨的数据里似乎缺少了一些关键因素。

我认为，沃尔克通过极度收紧货币政策，以经济大规模衰退为代价制服通胀，并长期趋势性地压抑了社会的通胀预期，产生了三个社会后果。

第一，由于通胀预期在沃尔克的货币政策实验之后发生了逆转，并被长期压抑，雇主有更好的理由来压榨劳动者，阻碍劳动报酬的增长。同时，在科技突飞猛进的背景下，劳动生产率，也就是劳动产出的增长（g）持续快速地提高，并快于劳动者报酬的增长（w）。在g＞w的条件下，社会的供给持续大于需求，这样的社会一定是过剩的社会，因此而持续的压抑通胀趋势性走低。同时，由于g＞w，劳动者不能得到合意的报酬，这部分剩余价值则日益集中在社会上少数人的手里，加剧了社会贫富差距扩大的现象。虽然劳动者的生活水平也随着经济的发展有所提高，但是我们更关心的是社会分配是否公平，以及由此导致的社会问题，比如民粹主义的盛行。由于通胀压力和通胀预期被长期压抑，导致债券长期地、历史性地跑赢了股票。为经济发展提供融资的债券所有人，战胜了承担经济发展风险的企业家，而企业家则不断地从其雇用的劳动者手里获取剩余价值。

第二，储蓄发生在富有阶层，社会底层疲于奔命，过着手停口停的生活，储蓄根本无法发生。这个现象导致美国的储蓄率下降，并与中国这样的储蓄国产生资本账户和经常性账户的互补：美国人消费，中国人储蓄，形成一个国际美元流通的循环。同时，由于资本的投资回报（r）远远高于经济，也就是社会产出的增速（g），在r＞g的条件下，富有阶层通过剥削剩余价值而形成的储蓄资本通过投资进一步快速积累，更加剧了社会财富的集中化和贫富悬殊。库兹涅茨或许是法国大革命以来最早通过认真收集经济数据来论证自己的经济理论的经济学家。然而，他的数据是从第二次世界大战之后开始收集的，并没有包括第二次世界大战对欧洲富有阶层财富的毁灭性打击。战争的残酷，在于它对每一个生命个体几乎都是公平

的。通过这个公平的毁灭过程，使得社会财富重新回到了比较平均的水平上。这是库兹涅茨的数据没有为他揭示之处。从平均财富的有效性来看，没有什么是比战争更快速、更有效的手段了。一场战争之后，不管战前贫富差距如何，战后所有人都一贫如洗。这就是经历了两次世界大战之后，欧洲贫富差距问题有所缓和的原因之一。

第三，马克思曾经说过，经济基础决定上层建筑。在富有阶层掌握了绝大部分的社会财富之后，他们会通过政治捐款等手段巩固自身在国家政治中的影响力，影响国家制度，包括社会分配制度的执行，从而进一步固化和加深整个社会贫富悬殊的结构。然后，贫富悬殊导致的有效需求的不足继续加剧社会过剩的现象，因此也将进一步压抑通胀，为央行实施宽松的货币政策提供经济条件，最终使资产价格泡沫化。由于富有阶层拥有社会上部分的有价证券，所以在这个过程中也最受益。

简单地说，在过去30多年中出现的债券长期趋势性地跑赢股票，并同时伴随着社会贫富差距加剧的现象，可以看作为经济发展提供资本的债权人跑赢了承担经济发展风险的企业家，而企业家作为雇主剥削了劳动者的剩余价值。用字母简单地表达，社会各阶层获利的次序就是r＞g＞w，即债权人＞企业家＞劳动者。在新冠肺炎疫情之后，经济的增长潜力g已经大幅下降，零利率及宽松的货币政策基本上保证了r，而劳动者报酬出现了一些可喜的变化，但却并没有真正地改变，那么我用简单的字母描述的这个社会结构——r＞g＞w，似乎一时之间很难发生根本的变化。这个不等式描述的经济结构内不同的回报关系，也可以解释为什么当下市场如此火爆，但是实体经济却在大萧条之后最深的一次衰退之中挣扎不前。因为投资金融市场的回报远远高于投资实体经济的回报。

我的数据收集似乎验证了上文的观察结果。在沃尔克之后，劳动生产率提高和劳动者报酬增长之间的差距在不断扩大，同时伴随着通胀长期趋势性走低，长端收益率在过去30年里不断下降，以及衡量社会贫富不均的基尼指数不断恶化。这个过程在没有外力干扰的情况下，似乎可以无限循环下去。当下甚嚣尘上的现代货币理论企图论证负利率存在的可能性，就可以看作这个压抑通胀的无限循环最好的例子。然而，对于这个困境，马克思在100多年前似乎就给出了答案。要么是资本过于集中，最终导致资本的投资回报由于边际效应递减而崩溃。这样的崩溃将引发资本家之间血腥的竞争，最终带来现有制度的末日。又或者，由于财富过度集中导致社会阶层之间的矛盾激化，最终底层人民通过激烈的社会运动重新夺回自己应有的权利，得到与自己的劳动产出相对应的合意的报酬——类似于1789年的法国大革命。然而，根据马克思的假设，无论最终实现哪一个情景，都是资本主义社会的末日。因此，虽然贫富不均将不断产生社会的盈余，从而压抑通胀，但是贫富不均造成的社会割裂并不是一个可以长期持续的、稳

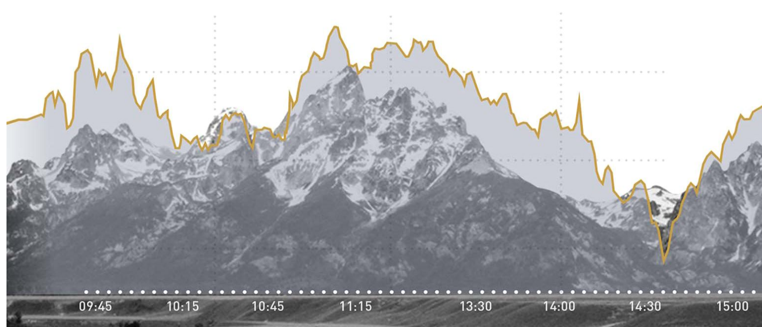
定的社会结构。在人们发明现代货币理论来麻痹自己，继续鼓吹资产价格泡沫的时候，我们必须要思考一下长期贫富不均最终将带来的社会反噬效应。

尽管自由主义思潮极力地想把解决社会问题的重担留给他们假设的完全有效的市场，但是在决定货币政策的时候，应该对其导致的社会效应有所重视。尤其是几十年以来宽松的货币政策，以及现在史无前例的量化宽松导致的贫富悬殊的社会矛盾开始激化。很难想象，一个出现各种失效迹象的、被假设为完美的市场可以为我们解决社会矛盾。如果可以，社会中的贫富悬殊就不会如今天这样极端化了。凯恩斯曾经说："真正有效的投资在于它的社会效应，在于战胜被未知笼罩着的时代的黑暗。"

当然，凯恩斯思想里的这种社会主义倾向被许多西方经济学家巧妙地回避了。毕竟沃尔克用了倡导理性预期和有效市场的新古典经济学的理论战胜了通胀，并为20世纪80年代以来央行的货币政策思路、自由主义的思潮奠定了坚实的理论基础。然而，在利率行将变负的经济里，货币主义似乎再次走到了尽头。凯恩斯是一个非常成功的投资家，他完全可以通过自己的投资赚得的回报，在剑桥逍遥地研究一下哲学，在布鲁姆斯伯里团体里与弗吉尼亚·伍尔芙等著名的文学家、艺术家谈天论地、把酒言欢。然而，凯恩斯敏锐的观察让他觉察到，这种小资腔调的生活方式，在当时社会贫富悬殊、阶层割裂的环境里是不会长久的。这很可能也是他发动凯恩斯革命的出发点。可惜的是，为了证明他思维的优越性，他把自己的理论用各种数学微积分方程式紧紧地包裹了起来，像是穿上了一副刀枪不入的盔甲，变得晦涩难懂，让很多人看不懂也不得不讳莫如深。这个先例，让经济学的后来者顶礼膜拜，开创了把经济学当作精密工程学的先例。到后来，很多经济学者忽略了实际数据的收集，醉心于通过更优雅、更复杂的数学公式来表现自己。其实，很多学经济的人根本没有读过《就业、利息和货币通论》，或者读到一半就放下了，又或者是读过但并没有真正读懂。总之，90年前凯恩斯发起的革命被掩埋在难懂的数学方程式里，最终被新古典经济学所代替。这场逐渐被遗忘了的革命，却一直在资本市场价格运行里默默地发挥着它的光热。到如今，它大有卷土重来之势。

# 结语

# 周期的轮回



在给本书取名的时候，我纠结了很久。预测的艺术，在于它自身就是一个模糊而不断完善的过程。这个过程就像是周期的运行，既没有开始，也没有结束。为这样的一本书起名，犹如要用几个字总结经济学几百年历史的积累，还要准确地展望未来一样。本书试图把宏观经济学、金融学理论运用到市场预测上。然而，这些理论本身也在不断进化，中央银行对于货币政策的管理也在与时俱进。

2020年3月在全球市场历史性的暴跌之前，美联储历史上最有名的主席——保罗·沃尔克辞世了。这似乎是命运跟市场开的一个玩笑。众所周知，沃尔克是美联储现代历史上最鹰派的主席。为了制服通胀，他不惜把美联储的基准利率上调到接近20%，并因为随之而来的严重的经济衰退直接导致任命他为美联储主席的卡特总统连任失败。卡特总统落选之后无奈地感叹道："我们都低估了沃尔克给美国政治带来的影响。"其实，沃尔克当时的货币政策实验，给美国的政治、美国货币政策的选择，以及美国乃至全球的经济、市场，都带来了非常深远的影响。沃尔克对于美国经济里通胀预期的调控，直接改写了从那之后美联储货币政策的逻辑和思路。这场伟大的实验及其最终的胜利，终于宣布货币主义一统江湖，以及大萧条之后盛极一时的凯恩斯主义的退居幕后。从那以后，即使美联储货币政策的逻辑出现这样或那样的小修小补，它的核心仍然离不开货币政策对于通胀预期和就业的影响。

其实，更重要的是沃尔克对于他身后长期通胀预期的影响。在沃尔克上台之前，美国希望通过限价政策，如工资涨幅的限制，以及政府的积极财政政策去干预经济运行。然而，这些凯恩斯主义为调控经济周期所开的药方，似乎让美国经济的通胀预期完全失控。美国通胀在沃尔克上任之前多年高速增长，凯恩斯主义的财政紧缩政策和限价政策并没有奏效。当时的政策思路过度强调菲利普斯曲线的运行，试图用高通胀来换得低失业率，保证就业。然而，20世纪70年代的石油危机不仅让通胀预期高企，失业率也没有下降，最终形成了一个滞胀的局面。菲利普斯曲线完全失效了。这时，以弗里德曼为首的新古典货币学派开始了对凯恩斯主义的攻击。谁让当时凯恩斯主义对美国经济的乱象束手无策呢！弗里德曼的货币学派认为，由于政府对经济的运行过度干预，所以市场在资源分配定价时无法发挥作用，经济的运行日益僵化。因此，新古典货币主义提出应该让市场充分发挥作用，重塑经济对增长和通胀的预期。

在沃尔克上任美联储主席之前，他就知道必须要牺牲美国的经济，并忍受一次异常严重的经济衰退，才能制服通胀这条恶龙。当然，他上任前肯定没有和卡特商量过如此极端的选择。然而，他天生勤俭的个性，让这种逼着全体美国人勒紧裤腰带过日子的政策，在他的手里运行得无比顺畅。沃尔克对于通胀的认识，来自他在普林斯顿求学时期向他母亲要生活费的经

历。当时，沃尔克觉得母亲给他的生活费，和多年前给姐姐的生活费数目一样——每个月25美元——是非常不公平的，因为母亲没有考虑到通胀的效应。为了从母亲那里拿到更多的生活费，他甚至还鼓动姐姐给母亲写信，让姐姐婉言相劝母亲给自己增加生活费用。然而，沃尔克的母亲却无动于衷地说道："这没有什么不公平的，姐姐拿了25美元，你也一样拿25美元。"这个经历，在沃尔克心里留下了深刻的烙印，以至他在成功后被采访的时候，还半开玩笑地提及当年的待遇。如何让25美元在多年之后还可以大致买到当年25美元的东西？沃尔克想，只能是让通胀永远消失了。

然而，沃尔克的大幅紧缩货币政策实在是太奏效了。在基准利率被上调到很高的两位数的时候，美国经济陷入了严重衰退。经济里对于利率非常敏感的行业，比如说房地产业和建筑业，遭受了严重的打击。当时的情况太过于落魄绝望，建筑商、工人、农民在沃尔克办公室外日夜示威游行，甚至用卡车把因为停工而用不完的建筑木板拉到沃尔克的办公室门口，堆积在大门前，企图阻止沃尔克上下班。直到今天，伯南克的书架上，还珍藏着当年的一块建筑板料。伯南克说："这就是象征美联储货币政策独立最好的图腾。"

到了1983年，通胀压力开始收敛的迹象逐步明显，美国经济也走出了严重的衰退。市场和政界对于沃尔克的货币政策逐步给予肯定。沃尔克伟大的货币政策革命开始奏效了。当然，每一个选择都会有不可避免的代价。而当年这种极端的货币政策对于后来几十年通胀预期和消费习惯的影响，直到如今沃尔克去世之后，世人才逐渐反应过来。随着通胀预期的不断走低，资本家有了更好的理由压榨劳动者的报酬，从而使劳动生产率增长的速度快于劳动者报酬增长的速度，并不断地强化这个趋势。简单地说，劳动者报酬增长的速度低于劳动生产率的增长，是一种对劳动者剩余价值的剥削。这个不断加剧的过程，直接导致了整个社会的贫富差距扩大，并且压抑了社会整体的有效需求。毕竟，劳动者的劳动没有得到充分的补偿，因此也无法消费因为他们的劳动生产率提高而快速增加的社会产出。这样的经济一定是过剩的经济，随着时间的推移，有效需求的不足会不断地压抑通胀的势头。

当然，不断走低的通胀，也为美联储在沃尔克之后实施宽松货币政策的倾向提供了扎实的理论基础和现实条件。同时，沃尔克伟大实验的胜利，代表着新古典货币主义学派在某一个特定的时期中理论上的优越性，代表着理性预期和有效市场假说在经济政策的决策上一统江湖。沃尔克在任时期是全球央行后来极度宽松的货币政策诞生的伟大时刻，是一个时代的起点。然而，在2019年12月沃尔克逝世后不久，全球经济在新冠肺炎疫情的肆虐下，跌入了自大萧条以来最严重的经济衰退。现任美联储主席鲍威尔不得不联手全球央行，把宽松的货币政策运行到极致。如果说沃尔克是

货币主义占领央行的先行者，那么鲍威尔或许就是货币主义在央行的终结者。如果说沃尔克领导的美联储代表着央行最紧缩的一极，那么鲍威尔的美联储则代表着最宽松的一极。最紧缩的沃尔克的辞世，也恰恰发生在全球央行最宽松的时刻。这似乎是一个预示：随着沃尔克开启的紧缩货币政策实验的结束，宽松货币政策摇摆到了另一个极端，并渐显疲态。90年前，凯恩斯引发了第一次宏观经济思想的革命。现在，或许我们已经身处第二次宏观革命之中了。

# 关于作者

洪灝，CFA（特许金融分析师），在纽约、悉尼、墨尔本、伦敦、北京、香港等全球市场金融中心从事市场研究20多年。历任摩根士丹利消费行业分析师，花旗集团全球策略师，中国国际金融股份有限公司执行总经理、全球策略师，交银国际董事总经理、研究部主管，清华五道口紫荆商学院特聘教授，跨境金融50人论坛奠基成员，中国首席经济学家论坛理事。2001年获得CFA证书，2016年担任CFA行业协会品牌和形象代言人。

2017年，洪灝被《亚洲货币》杂志评为香港（地区）策略师第一名和经济学家第一名等多个在市场策略和宏观经济研究领域前三名的奖项。2017年洪灝第一次正式参加《亚洲货币》的评选，个人和团队便破纪录地一共荣获了12个奖项。在之后的《亚洲货币》评选投票中，他个人持续获得了超过80%的投资者在市场策略研究领域里的投票。由于《亚洲货币》在2018年之后改变了投票计票权重，洪灝宣布退出这个评选。

洪灝曾被彭博誉为“中国最精准策略师”。他曾准确地预测了2013年6月“钱荒”中国市场历史性的暴跌和反转，2014年年中至2016年年中中国股市5000点泡沫的始末。在2020年3月全球市场史无前例的暴跌之前的四天，洪灝预警了这次市场危机的到来，并在3月24日提示历史性的市场反弹即将展开。这些预测都曾精确到历史性事件发生的当天。这些预测都在洪灝实名认证的微博和微信公众号“洪灝的中国市场策略”上公开展示。同时，在洪灝公开发表的研究报告中，对于这些预测都有详细的论述。

2011年和2015年，洪灝是彭博年度新闻人物，有关洪灝的新闻点击和关注在彭博终端和亚太区网站上名列前茅。迄今，洪灝不仅在国内的财经领域拥有广泛的专业关注和粉丝，在国外的财经领域中也拥有众多拥趸。洪灝是《华尔街日报》《金融时报》《财新周刊》《财经》等报刊的专栏作家。他还是中央电视台、CNN（美国有线电视新闻网）、BBC（英国广播公司）、CNBC、彭博电视台、凤凰卫视和中央人民广播电台等媒体的特约嘉宾。

图书在版编目（**CIP**）数据

预测：经济、周期与市场泡沫 / 洪灝著. -- 北京 :中信出版社，2020.10
ISBN 978-7-5217-2214-7
I . ①预… II . ①洪… III . ①市场预测 IV .① F713.52
中国版本图书馆CIP数据核字(2020) 第173759号

预测：经济、周期与市场泡沫
著者：洪灝
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：180千字
版次：2020年10月第1版
书号：ISBN 978-7-5217-2214-7

版权所有·侵权必究

# 百万富翁快车道

【美】MJ·德马科（MJ DeMarco）著
郑磊 王占新 译

变更车道，
找到你的爆炸性财富加速器
破译终生富足的密码

The Millionaire Fastlane
Crack the Code to Wealth and Live Rich for a Lifetime



中信出版集团

# 百万富翁快车道

【美】MJ·德马科 著
郑磊 王占新 译

中信出版集团

# 目录

译者序 理财方法vs心灵鸡汤

前言 兰博基尼预言实现了

引言 财富之路有一条快车道

第1篇 轮椅上的财富：缓慢致富意味着人老了才会有钱

第1章 伟大的欺骗

第2章 我是怎么逆转缓慢致富的

第2篇 财富不只是一条路，而是一场旅行

第3章 旅行在财富之路上

第4章 财富路线图

第3篇 贫穷：人行道路线图

第5章 走得最多的路：人行道

第6章 你的财富中毒了吗

第7章 你滥用金钱，金钱就会报复你

第8章 幸运儿玩的游戏

第9章 致富需要承担责任

第4篇 平庸：慢车道路线图

第10章 你一直在被谎言误导：慢车道

第11章 不平等的交易：你的工作

第12章 慢车道：你为什么不富有

第13章 徒劳的抗争：教育
第14章 大师们的虚伪
第15章 慢车道的胜利——一场关于希望的赌博
第5篇 财富：快车道路线图
第16章 财富的捷径：快车道
第17章 转换团队和剧本
第18章 富人发财的真相
第19章 破解财富和时间的联姻
第20章 招募你的自由战士
第21章 真正的财富定律
第6篇 获取财富的工具：你自己
第22章 首先管好你自己
第23章 生活的方向盘
第24章 将你的挡风玻璃擦拭干净
第25章 排除阻碍你的绊脚石
第26章 你的原始燃料：时间
第27章 换掉脏机油
第28章 冲击红线
第7篇 通向财富之路
第29章 通向财富的正确道路
第30章 需求戒律
第31章 进入戒律
第32章 控制戒律

第33章 规模戒律
第34章 时间戒律
第35章 快速致富的3条大道
第36章 找到你的金光大道
第37章 为你的路设定终点
第8篇 加速累积财富
第38章 成功的速度
第39章 烧掉商业计划，立即开始行动
第40章 步行者会让你发财
第41章 把搭便车者扔出去
第42章 成为别人的救星
第43章 打造品牌而不是生意
第44章 选择“一夫一妻”制
第45章 为你的致富计划充满电
附录A 读者反馈
附录B 40条快车道指南
版权页

# 译者序 理财方法vs心灵鸡汤

我从事的工作属于财富管理范畴，无论是协助机构还是个人，最终目的都是帮助客户提高财富净值。所谓“你不理财，财不理你”，理财对于我们这批20世纪70年代的人来说是一件大事。其实不只我们这代人，理财对我们之前的几代人也十分重要，只是那时情况有所不同。当时人们的医疗和养老主要依靠国家，更重要的是，绝大多数人都没有多余的钱财，人们不是不理财，而是无财可理。

时代不同了，如今是一个充满梦想和机会的时代。美国人有白手起家竞选总统、出人头地的美国梦，中国人也有国富民强的中国梦。发财致富并不是什么丢人的事，也绝不是低级趣味，相信人们已经完全认同这一点，否则像《富爸爸穷爸爸》（*Rich Dad Poor Dad*）这类书就不会空前畅销了。在国外，理财类图书就像国内的炒股书一样，非常普及且很接地气。靠传播理财秘籍而发家致富的例子不少，国内的某些炒股秘籍也能卖出上百万册。虽然本书也算此类书，但本书独具特色。

首先，作者出身平民，致富之前曾尝试过种种途径，看过各种致富秘籍，最终摸索出了一套“致富哲学”。作者开过出租车，做过直销，代理过产品，介入过品牌连锁，最终通过租车网站赚到了人生第一桶金。在网络股泡沫期间，他将公司成功卖出套现。这样一段经历，完全可以在国内很多人身上看到，容易引起读者共鸣。而且也说明，他经历的路径在国内其实是可以复制的。如果成功可以复制，那这个成功经验就具有较大的现实意义和价值。

其次，作者提出了明确的观点，旗帜鲜明地反驳了一些大家惯常接受的财富理念，比如努力工作，提高自身价值，顺着职业阶梯向上爬，节俭持家，最终获得退休的财务保障。作者认为，这是一条慢车道，甚至是人行道，致富效果极差，甚至完全不能达到致富目的。人们往往辛苦了大半辈子，老年时却无福享受这些辛苦积累的财富。对此，作者提出了快速致富的理念，并通过层层说明，构建了一套符合这个理念的致富方法论。

最后，本书文字轻松活泼，全书用口语写成，就像作者在与读者聊天谈心，其中还用了一些比喻和排比，有点类似演讲。这种写作风格对翻译此书带来了一定挑战，我们尽可能将其处理得较为书面化，同时不改变原作的语言风格。

快速致富是本书宣扬的理念。这种说法是不是给人以浮躁的感觉？俗话说，“心急吃不了热豆腐”，所以一夜暴富基本就是妄想。作者在本书中所

说的百万富翁快车道是相对于平常靠打工致富的慢车道而言的。作者认为打工真的很难致富，辛苦工作换来的只是财富的缓慢积累，“个人创业”才能快速致富。这个观点马上让人联想到当今的国策“大众创业，万众创新”。只有创业，拥有自己独特的业务，才能踏上发家致富的快车道，这就是本书的出发点。

作者说，创业并不等于“自己做老板”或者“做自己想做的事”，这通常是理财书给读者造成的误区。通过创业发家致富，必须找到满足市场需求的切入点。作者用了大量篇幅，告诉读者在初次经营商业的过程中要注意哪些事项，这也是本书的与众不同之处。正如作者所说，致富是一个过程，而不是一个事件，除了想象力之外，还需要找到正确的方向，采取正确的做法，此外，坚持和耐力也是必备条件。作者的这套方法论显然有别于某些人对快速致富产生的误解。快速致富不是白日梦，不是捷径，不能让你一夜暴富。它只是告诉你，除了为别人打工之外，你还有其他更为快速的致富途径。如果方法得当，也许你不到40岁，就能够实现财务自由了。而作者用自己的经历和经验证明，这是可行的。

在本书的40多章里，每一章都论述了作者致富理论的一个主题，并且在最后一章，作者巧妙地将所有内容要点串在一起，用每个词的首字母拼成了一个英文词汇“FASTLANE SUPERCHARGER”，即“快车道超级充电器”，这可谓别出心裁。当然，个人愚见，让所有人都去创业并不现实，如果你正好有这个机会，那就抓住它！记住，认真看完这本书，你可能会更好地把握这样难得的快速致富机会！

来吧，伙计！开始行动！

# 前言 兰博基尼预言实现了

本书源于我多年前的一次偶遇。当我还是一个矮胖的少年时，我看到一个陌生的年轻人开着一辆神奇的跑车——兰博基尼康塔什，这使我萌生了要快速致富的想法。这种想法是一种决心和信念：你不需要去打几十年的工，不需要攒几十年的钱，不需要过几十年省吃俭用的生活，也不需要几十年获得8%的股市回报。总之，你不用忍受50年平庸的财务状况。

本书中多处提到了兰博基尼这个品牌，这不是为了炫耀我自己拥有多少辆兰博基尼，而是代表我完成了对生活的预言。那个年轻人所开的兰博基尼是我有生以来第一次看到，我受到了很大的刺激。当时我问了他一个简单的问题："你怎么开得起这么贵的车？"我将在本书的第2章中揭晓我得到的答案。这个答案简短而有力，但是我希望知道更多。我希望那个年轻人能花一分钟、一小时、一天，甚至一周时间，好好跟我说说。我希望他能指点我如何得到兰博基尼所代表的东西——财富。我希望他从车里拿出一本书递给我。

如今，我也开上了兰博基尼在街上兜风闲逛。我重温着那种感受，只不过角色已经调换过来。为了庆祝我实现了快速致富，我买了一辆"传奇怪兽"——兰博基尼迪亚波罗。如果你从未开过一辆比大多数人家的房子还贵的车，就让我告诉你那是怎样的状况：你不能害羞。人们在路上追着你看，他们跟在你的车后，伸着脖子看，不小心还会出车祸。你给车加油也是件不寻常的事情：人们会抢着拍照，激愤的环境保护主义者会对你怒目而视，而那些嫉妒者会暗讽你身材矮小，就好像他们开现代牌汽车就意味着身材魁梧似的。但多数情况下，人们会问你一些问题。

那些羡慕地看着这辆车的年轻人最常问的问题和我很多年前问的一样，"哇哦，你怎么买得起这车？"或者"你是做什么工作的？"人们把兰博基尼和财富关联在一起，然而那只是一个幻觉，其实兰博基尼是人们无法理解的梦想生活方式的象征。

现在，当有人问我几十年前我问的那个问题时，我就可以送他一本书，或是个梦想。这本书，就是我给出的正式回答。

# 引言 财富之路有一条快车道

通往财富和财务自由有一条隐秘的道路，你可以在这条道路上以极快的速度积累财富，在年少时就得到想要的生活，而不用等到暮气沉沉。你可以脱离平庸，过上富足的生活，甚至提前40年退休，令人羡慕。可悲的是，你却没有发现这条捷径，而是在一条通往平庸的拥堵道路上越走越远，这条路是为沉睡中的人们量身打造的财务策略。你虽付出了很多努力，却牺牲掉自己远大的梦想，去满足那些令人麻木的奢望。

你走的是那条路吗？走在财富慢车道上缓慢致富，或者称为“坐在轮椅上致富”。那种乏味的日子听起来就像这样：

“上学读书，取得好成绩，读研究生，得到一份好工作，省吃俭用，拿出10%的钱投资于股票市场，尽可能多地积累退休金，少刷点信用卡，使用优惠券……然后，某一天，当你65岁时，你就会衣食无忧了。”

这听上去是人生的标准模式。这条道路很漫长，而且沿途风光并不秀丽。假如让财富漂洋过海的话，财富慢车道会绕行南美洲的合恩角，而快车道则是选择最快捷的巴拿马运河。

百万富翁快车道绝不是静态策略，不会去鼓吹投资房地产、积极地思考、开始创业，它是一个完整地破译了财富代码的心理和数学公式，是解开致富快捷之路的密钥。百万富翁快车道是通向卓越的旅程，可以让你与众不同。它不仅可以使你在年轻时生活富有，而且可以让你提前退休。也就是说，不管你是18岁还是40岁，都可以赢得自由富足的人生。通过缓慢致富达到这个境界要花50年，而走快车道则只需5年。

## 为什么不选择快车道

如果你是一个典型的财富淘金者，可以预见的是，在积累财富之前，你会不断地问自己：“我做什么事情才能致富？”对答案的渴求就是你源源不断的动力，它会将你置身于追逐模式，让你追逐各种各样的策略、理论、职业和计划，你认为它们会给你带来巨大的财富。投资房地产！货币交易！打职业比赛！“我到底应该怎么做？”你开始沉不住气了。

对不起，请先停一停。问题的答案与你一直在做的事情有关，而不是你还没做的事情。有一个古老的谚语，虽然几经变化，但其核心意思是说：如果你想继续得到你所拥有的，就要继续做你正在做的事情。

这话怎么理解？停下来吧！如果你不是很富裕，请停下你正在做的事情。不要再听信那些传统的智慧了，别再随波逐流地使用那些错误的方法了，也不要再跟随那些抛弃梦想并导致平庸的路线图了，更不要在那些有超速罚款限制性规定和到处是弯道的路上行驶。我将这些称为“反建议”，本书的大部分内容都遵循这个原则。

本书列出了近300条财富特质，旨在破译财富密码，带你驶离当前的道路，进入一条新的探索快速致富的道路。这些财富特质将为你指明方向，“叫停”你现有的行动、思考以及你所信赖的致富方式，为你指引一个新的方向。从本质上说，你必须忘掉你过去所学的东西。

## 你是你，我是我

这部分内容是写给不喜欢我的理论的人看的。我提出的快车道理论带有傲慢的愤世嫉俗的色彩，本书中有大量“严厉的爱”，这些只是我的个人观点，读者最终还是要寻求适合自己的理论。快车道理论可能会让你感到面子受损、被冒犯或被挑衅，因为它将颠覆你曾经深信的理念。它会有别于你的父母、老师和理财规划师的教导。既然我在颠覆社会的主流意见，可以和你打个赌，平庸的人一定会质疑我。

谢天谢地，不管你对快车道理论持信任还是怀疑态度，都不会改变我的现实情况，它只会改变你。我重申一次：不管你对快车道理论的看法怎样，信与不信，都不会改变我的现实生活，你读这本书旨在改变你的生活。

我先来介绍一下我的现实情况：我很幸福地生活在美丽的亚利桑那州凤凰城，居住在一座可以俯瞰群山的大房子里。其中有些房间，我经常好几个星期都不会走进去，因为房子实在太大了。有关它的来历，一言难尽，最好忘掉它。

我不记得我上次被闹钟吵醒是哪一天，因为对我来说，每天都是星期六。我不需要上班，也没有老板；我不穿西装，也不打领带；我的胆固醇水平证明我在意大利餐厅用餐次数太多。从写这本书起，我开着丰田塔科马轿车去工作（“工作”其实就是去健身房和百货店购物），驾驶最新一代的兰博基尼去玩。我开着750马力、排出二氧化氮的“蝰蛇”[1]参加街头赛车差点丢了性命。如果过了中午12点，我又正好在好市多（Costco）、科尔士（Kohl's）或沃尔玛（Wal-Mart）附近，我就会去购物。不，我从不开兰博基尼去沃尔玛，这一定会导致长时间连续性的堵车。《星舰家族》（*Trekkies*）的星迷们很懂这个的。

我喜欢网球、高尔夫、骑自行车、游泳、徒步旅行、垒球、扑克、桌球、艺术和写作。无论想去哪里，我都可以随时出发。除了抵押贷款，我没有

其他债务。由于我拥有想要的一切，你都无法给我送礼物。大多数东西的价格对我来说无关紧要，只要我想要，我就能买得起。

31岁的时候，我赚到了人生中的第一个100万美元。而在5年前，我还和母亲住在一起。我在37岁的时候就不用上班了，因为每个月我都能赚几千美元的利息，还能获得在全球各地投资的增值。无论是哪一天，也不管我在做什么事，有一点是可以肯定的：我有收入，却不用去上班。我有财务自由，因为我破译了财富密码，并且远离了财务平庸状态。我是一个普通人，却过着不平凡的生活。这看上去像是一个童话世界，但确实是我的现实和正常生活，我可以自由追逐令人难以置信的梦想，尽情享受不用负担任何财务包袱的自由状态。

假如我选择的是走缓慢致富的老路，我就只能期望维持生活，梦想可能会被日复一日的叫醒闹钟和拥挤的上班早高峰所替代。

你的梦想到底是怎样的？你会梦想成真吗？你是裹挟着梦想前行，还是让梦想始终是一个梦想？如果你失去了梦想，很可能就是因为缓慢致富剿灭了它们。缓慢致富残忍地逼迫你用一种自由换取另一种自由。这是一个荒唐的交易，梦想可能就这样被摧毁了。

相反，如果你的旅途是按照正确的道路前行，并且利用正确的路线图，你就有可能实现梦想。没错，作为一个行走在快车道上的旅行者，你可以迅速地创造财富，扭转缓慢致富的局面，并赢得一生的财富和自由，实现梦想的荣光……就像我做到的那样。

如果你之前没有发现这本书，请不要担心。快车道不在乎你的年龄、工作经验、种族或性别。它也不介意你在八年级体育课上的成绩是“F”，或者在大学里酗酒的名声。快车道不关心你是否拥有常春藤大学或者哈佛大学的工商管理硕士学位。它不会要求你是一个著名的运动员、演员，也不会要求你晋级《美国偶像》（*American Idol*）的决赛。如果你刚刚打开大门，进入快车道的世界，它会对你的过去充满宽容和仁慈。

这听起来有点像午夜的电视购物广告，让我澄清一下：我既不是也不想成为所谓的“大师”。我不喜欢“大师”，因为“大师”意味着无所不知，所以请称我为“缓慢致富”的“反大师”吧。快车道是一所终身学习的学校，它没有毕业生。我混迹其中摸爬滚打了20年有余，但是还得谦卑地承认，我还有更多的东西需要学习。

## 对不起，这里没有每周4小时的工作

首先，我需要澄清的一点是：这不是一本教你“如何做”的书。我不会告诉

你“我是如何做的”每一个细节，因为这无关紧要。这本书没有给出如何将你的生活进行“外包”的网站。成功是一个旅程，它不是可以外包给印度的每周4小时的工作。百万富翁快车道关乎心理学和数学，它可能给你带来海量的财富。

在我的快车道发现之旅中，我一直在寻找能带来财富的绝对可靠的公式。但是，我发现的理论表述起来都含糊不清，或者是主观祈使句，如“下定决心”、“坚持”，或者是“你知道什么并不重要，你认识谁才是最重要的”。当这些表述被编译为公式的一部分后，它们就失去了保障财富的作用。一个可行的公式应该使用数学结构，而不是含糊其词。那么，财富真的有数学公式吗，是否能够用其将概率扭转到对自己有利的地步？是的，百万富翁快车道完全能够胜任这项工作。

现在要告诉你一些坏消息了。许多财富淘金者对讲述“赚钱”的书籍，都会有不切实际的期望，他们幻想童话大师一定会帮他们实现致富的梦想。在通往财富的道路上，是没有人会护送你的，而且这条道路永远处在建设中。没有人会把百万财富砸到你的身上，你只能独自一人去探寻。我可以开启这扇大门，但我不能护送你一直走下去。我不敢说快车道是轻松容易的，相反，这其实是一条艰辛的旅程。如果你期望在这里每周工作4小时，那么你一定会失望的。我所能做的全部，就是像一个令人毛骨悚然的小鬼指着远处，严厉地说：“沿着黄色的砖路往前走。”快车道就是那条路。

## 与千万富翁喝咖啡

我是用交谈的方式来写这本书的，就像你是我的新朋友，我们在附近一家雅致的咖啡馆里喝咖啡。这意味着我的目的是劝导你，而不是把你忽悠到一些昂贵的研讨会、会员网站或营销终端去。在我与你进行沟通、将你视为我的朋友的时候，我们还要面对一个现实，那就是我还不知道你是谁。我对你的过去、年龄、偏好、配偶或教育状况一无所知。因此，我需要得到一些有关你的基本情况，好让我们的谈话看上去是针对你个人的。

我对你的假设如下：

·你对自己的生活会这样想，“我应该拥有更多”。

·你有远大的梦想，但你担心目前的道路可能永远无法实现那些梦想。

·你刚刚进入大学、已经在大学就读或接受过大学教育。

·你有一份不喜欢或者不会让你发财的工作。

·你的积蓄很少，而且有债务负担。

·你定期向养老账户缴款。

·你看到有钱人时，很想知道“他们是怎么做到的”。

·你买了几本“快速致富”的书和/或参加了这样的课程。

·你生活在一个自由、民主的社会，有选择教育和自由的权利。

·你的父母遵奉老一套的想法，“去上大学，然后找个好工作吧”。

·你没有任何身体上的天赋，成为一个专业运动员、歌手或演员的可能性为零。

·你年轻有活力，对未来饱含热情，却不知去哪里挥洒。

·你年纪较大，已经饱经风霜。经过这些年，你没有什么资本可以炫耀，也无力重新开始。

·你曾经将全部心血投入工作，却由于经济不景气而面临解雇。

·你曾经听信金融专家的建议，在股票市场或传统投资中亏得一塌糊涂。

如果这些假设有一部分和你的情况相符，那么本书将会对你产生影响。

## 关于本书的编排

本书在每一章的结尾处设置了一个特别的模块：“本章小结：助你踏上快车道”，阐述了慢车道与快车道策略的关键区别。不要忽视这些内容！它们是你构建快车道的基石。另外，本书引用的案例均来自快车道论坛和其他个人金融论坛。虽然故事是真实的，故事中的主人公和问题也是真实的，但我改了他们的名字，而且为了清楚起见，我还重新编辑了对话。请你到快车道论坛（TheFastlaneForum.com）和数千粉丝一起参与快车道策略的自由讨论吧！当快车道改变了你的生活，顺便在论坛里或发邮件告诉我你是如何做到的（邮箱地址：mj.demarco@yahoo.com）！

我花了许多年才开发和创建了快车道策略，请你学习它，使用它，最终成为百万富翁。无论你是秀发飘飘的年轻人，还是已经退休，都可以阅读本书。请系好你的安全带，打起十足的精神，和我一起开启旅程吧！

---

[1]美国克莱斯勒公司生产的一款经典跑车，发动机舱盖上有一个蝰蛇（viper）车标。——译者注

# 第1篇 轮椅上的财富：缓慢致富意味着人老了才会有钱

## 第1章 伟大的欺骗

平凡不是什么值得向往的事情，应该远离它。

朱迪·福斯特（Jodie Foster）

### 《名人豪宅秀》节目永不会发生的情景

主持人："22岁的霍大佬拥有一幢700多平方米的豪宅，它坐落在美丽的大西洋海岸，佛罗里达的阳光棕榈海滩上……好了，霍老大，快说说你的爱车吧！"

霍大佬："嗨，老兄，我在那里有一辆配置22英寸轮辋的法拉利F430，一辆装载定制10声道音响的兰博基尼盖拉多，如果我想和女士们度过一个轻松的夜晚，我会选择劳斯莱斯。"

主持人："那么，你怎么能买得起这些豪华的座驾呢？还有这座海滩上的豪宅，它的价格一定会超过2000万美元吧！"

霍大佬："让我告诉你吧，老兄，我致富的法宝是共同基金和我在从事Win-Go无线业务工作时获得的401K[1]保险。"

突然，唱片转动的响声戛然而止，一切陷入沉寂。

你可以想象，这样的情景永远不会发生。霍大佬的回答是荒谬可笑的。我们非常清楚，22岁的年轻人致富，并不是由于投资了共同基金，也不是因为在手机店工作时积累的401K账户回报。通常情况下，有钱的年轻人是社会的一个独特圈子：职业运动员、歌手、演员和其他行业的名人。圈子之外的人们，只能听从财务专家的传统建议。

这就是所谓的缓慢致富，听起来像是这样：上学，毕业，取得好成绩，找个好工作，在股票市场投资，最大化401K保障，少刷信用卡，尽量使用优惠券。然后终究有一天，或许是65岁的时候，你就会很有钱。

## 缓慢致富是一场失败的游戏

如果你想发财，却将缓慢致富作为你的策略，我认为这是一个不幸的消息。缓慢致富是一个注定失败的游戏，它会将你的时间耗费在赌博中。你真的认为那些生活在富丽堂皇的棕榈海滩豪宅里、拥有价值50万美元超级跑车的家伙的致富原因是投资共同基金吗？还是靠积攒优惠券？当然不是。那么，我们为什么还会相信这是一条通向财富和财务自由的道路呢？

请给我举出一个22岁的人通过投资共同基金发财的例子。告诉我又有谁是通过最大化利用401K保险，在3年内赚到了数百万美元。再告诉我有哪个20岁出头的年轻人通过积攒优惠券变得富有了。这样的人都在哪里呢？他们根本就不存在。那只是童话，根本不切实际。

然而，我们还在继续信任那些财经媒体宠儿传播的财富理论。是啊，找个工作，干满50年，勤俭持家，过简朴的日子，投资股票市场，很快你就到了70岁，你财务自由的日子也来到了。如果股票市场行情不错，而且你很幸运的话，还能提前到60岁！哎呀，这听起来是不是令人兴奋的“轮椅上的财富计划”？

令我震惊的是，在当前动荡的金融环境中，人们还相信这些策略会奏效。是不是由于经济衰退才暴露出缓慢致富存在欺诈行为呢？哦，我明白了，如果你工作了40年，并且避免了40%的市场低迷，缓慢致富还是有效的。你只要坐下来，工作，祈求死亡不要先找上你，天啊，你会成为养老院里最有钱的人！

说白了，缓慢致富就是：牺牲你的今天、你的梦想、你的人生，当你生命几近尾声时，你将得到支付的股息。坦率地说，如果财富之路吞噬你充满活力的成年生活，那这条路一定是很烂的。如果你的财富之路过度依靠华尔街并且要赌上你毕生的时间，那么这条路一定是肮脏烂污的死胡同。

然而，那些所谓的“理财专家”向大众推荐并强制他们执行的设定路线仍占主导地位，而这些“专家”之所以能够发财，并不是因为遵从了这个路线，相反，他们走的是百万富翁快车道。慢车道的鼓吹者们心知肚明，但是他们不会告诉你：他们所教的东西对致富不起作用，兜售这些东西却可以致富。

## 年轻人有钱：是胡说八道吗

百万富翁快车道不是在你退休时拥有百万财富，而是对财富重新进行定义，包括青春、快乐、自由、富裕。下面摘录发表在快车道论坛中的一个帖子：

“这是在胡说八道吗？你要知道，每个人都梦想在年轻的时候就拥有进口轿车，得到梦想中的房子，空闲的时候去旅行，追逐自己的理想。你真的能在年轻的时候就从疯狂的竞争中解脱出来吗？我今年23岁，住在伊利诺伊州芝加哥市，是一名投资银行从业者，我的工资和佣金很丰厚，在大多数人的眼里，这是一份好工作，但我讨厌它。我开车到芝加哥市中心，看到了一些人的生活，于是我开始反思。他们驾驶着昂贵的进口汽车，年龄在50岁开外，花白的头发开始爬上发际！其中一个人告诉我：‘孩子，你要知道，当你终于能负担得起这样的玩具时，你就太老了，都无法享受它！’他是一个52岁的房地产投资者。我当时在想，上帝啊，这不可能是真的！真是胡说八道！绝对不是这样的！”

我敢肯定，年轻人有钱并不是胡说八道。年轻人可以过这种生活，年老并不是致富或退休的先决条件。真正胡说八道的想法是能按照缓慢致富的方式做到这一点，至少在你30岁的时候，你还会是老样子。认为到了老年才该退休的说法简直是一派胡言，这是在容忍缓慢致富偷走你的梦想。

## 重新定义退休，将年轻包括在内

说到退休，你会想到什么？我看到的是一个破旧的摇椅上坐着一个古怪的老人；我看到的是药店、医生诊疗室、拐杖，还有难看的尿不湿；我看到了疗养院里那些不堪重负的亲人；我还看到了衰老和行动不便。见鬼，我甚至闻到了1971年的那种霉味。人们在六七十岁的时候退休，即使到了那个年龄，他们仍然入不敷出，还得为生存继续奔波劳碌，依靠政府的救济勉强度日。其他顺利进入“黄金年代”的人，也只是过着普通的生活，甚至有一些人远远做不到这一点，他们一直工作到生命的终点。

这是为什么？答案很简单。缓慢致富需要一辈子的时间，而且会遇上太多你无法控制的因素。花50年做一份工作，却过着省吃俭用的日子，然后有一天，你终于可以富足地退休了，却要和轮椅与疾病为伍，这是多么令人沮丧啊。

然而，数以百万计的人们正在进行着这项长达50年的赌博。那些成功获得财务自由的人，得到的回报却一文不值，因为他们已经步入垂暮之年。谢谢，他们终于不必再担心了，庇护雨露从天而降，“黄金岁月到来了！”在开什么玩笑？黄金是留给谁的？

如果这个旅行要耗费你50年的生命，值得吗？一条要走50年的财富之路，是绝不会激起任何人兴趣的，因为很少有人成功，而且即使达到财务自由了，这个人也俨然进入了生命的垂暮之年。

一般意义上的退休在于“你什么也看不到”。你看不到青春，看不到乐趣，

也看不到梦想实现的那一天。黄金岁月根本就不是黄金，而是一个等待死亡的牢笼。如果你想在死神向你招手之前获得财务自由，缓慢致富绝不是答案。

如果你想趁着年轻，在健康、充满活力、满头秀发时就退休，请无视社会默认的缓慢致富的路线图和“大师们”灌输给你的填鸭式教条，你应该选择另一条路。

本章小结：助你踏上快车道

※缓慢致富需要有一个收入颇丰的长期工作。

※缓慢致富是一个失败的游戏，因为它依赖于华尔街和你投入的时间。

※真正的黄金岁月是你的青春、充满活力的岁月。

---

[1]美国的员工社会保险制度。——译者注

# 第2章 我是怎么逆转缓慢致富的

人生的目的不是在芸芸众生中苟且偷生，而是要在疯狂中寻找自我。

马可·奥勒留（Marcus Aurelius）

## 缓慢致富是梦想的杀手

少年时代的我，没曾想过自己有机会成为年轻的富豪。“财富＋青春”是一个无法做简单计算的公式，对于年轻人来说，通往财富的路上通常布满了竞争的荆棘，而且需要天赋。对于我来说，成为一个演员、歌手或职业运动员，或在其他道路上，都悬挂着一个巨大的牌子，上面写着“此路不通”，它们在嘲笑着：“你没有任何机会！”

所以，早在少年时代，我便接受了这个现实。我放弃了我的梦想。缓慢致富的道路非常清楚：上学，找工作，节省，牺牲，吝啬，放弃财务自由的梦想、山间豪宅和进口豪华汽车。但我还是心存梦想，这是所有十几岁男孩都会有的梦想。我对汽车情有独钟，尤其是兰博基尼康塔什。

## 90秒彻底改变了我的生活

我在芝加哥长大，小时候长得胖嘟嘟的，身边没有什么朋友。我那时候对少女或运动不感兴趣，只是喜欢躺在懒人沙发上，一遍又一遍地看《猫和老鼠》（*Tom and Jerry*）。我缺少家庭的温暖，父母很早就离婚了，母亲拉扯着哥哥和我长大。我的母亲没有上过大学，除了在肯德基上班，几乎没做过其他工作。少年时的我十分放纵，经常吃各种甜食，痴迷于《天龙特攻队》（*The A-Team*）。从一把又长又破的扫帚就能看出我的懒惰，我把它当作电视机遥控器使用，因为遥控器坏了，我都懒得动一下身。如果我想出去活动一下，那一定是去冰激凌店，享受甜品带来的快乐就是我的动力。

那一天，我像往常一样去买冰激凌，边走边想着哪种口味的冰激凌更好。当我走到冰激凌店时，我看到那里停着一辆兰博基尼。我终于能够目睹梦想中的车了，那是一辆因20世纪80年代热播电影《炮弹飞车》（*Cannonball Run*）而出名的兰博基尼康塔什。它就像一个至高无上的国王，高傲地停泊在那里，我凝视着它，就像一个信徒在膜拜上帝。我对它肃然起敬，完全忘记了自己是去买冰激凌的。

我卧室的墙上挂满了汽车的图片，我也常常对着最喜欢的汽车杂志流口

水，我对于兰博基尼康塔什非常熟悉：狡猾、邪恶、高速、太空舱门、异常昂贵。然而，它现在就出现在我的眼前，仿佛是“猫王”埃尔维斯（Elvis）复活了。它的外观庄严精致而不落俗套，我就像一个艺术家，在面对面欣赏一件莫奈（Monet）的真迹，品味着它的线条、弧度、气味……

我愣了几分钟，直到一个年轻人走出冰激凌店，朝那辆车走过去。难道这是车主吗？他看上去都不到25岁！身穿蓝色的牛仔裤和超大的法兰绒外套，内穿一件铁娘子演唱会的衬衫，我判断他绝不可能是车的主人。我原以为车主应该是一个老家伙：满脸皱纹、满头灰发、发际朝后、穿着过季的衣服，然而结果并不是这样。

“真是见鬼！”我想。一个年轻人怎么能买得起如此昂贵的汽车呢？上帝啊，这辆车的价格超过了我所住的房子！于是，我推测这是一个彩票幸运儿，或是一个继承了家族财富的有钱人。不，他是一个职业运动员。是的，肯定是这样，我得出了结论。

突然，我的脑海中冒出一个大胆的想法：为什么不问问他是做什么的呢？我可以吗？我站在人行道上发呆，心中犹豫不决。最终，我克服了紧张，鼓足勇气，不由自主地朝车的方向走了过去。在我的印象中，好像是我的哥哥在嘲笑：“危险，威尔·鲁滨逊（Will Robinson），危险！”

车主见我朝他走来，掩饰着自己的恐惧，冲我挤出了笑容，并打开了车门。哇！车门猛地向天空竖起来，而不是像一辆普通的汽车一样向外打开。虽然我内心十分慌乱，但我努力保持冷静，竭力掩饰自己，就像车门这样开启十分平常。机会就在这里，我抓住了它。“您好，先生！”我有点紧张，喃喃地说道，希望他能注意到我。“我可以问你是做什么的吗？”对于我来说，这几句话就像一部小说那么长。

车主意识到我不是一个少年流浪汉，便放松了警惕，并亲切地回答：“我是一个发明家。”他的回答让我不知所措，这和我心中的答案完全不同，我准备的后续问题都作废了，我不知所措，僵硬地站在那儿，就像几分钟前想吃的冰激凌。就在我想伺机逃跑的时候，年轻的兰博基尼车主关上了车门，然后发动引擎。排气筒发出的咆哮声响彻整个停车场，像是在提醒周边的一切兰博基尼强大的存在。不管我愿不愿意，谈话就这样结束了。

我知道这样的情景可能几年后才会重新遇到，面前的这个汽车独角兽深深地铭刻在了我的内心。我如梦初醒地离开，仿佛脑中的中枢神经突然被打通。

## 从名声和天赋中解放出来

那天发生了什么变化？我接触到了百万富翁快车道，接触到了新的真理。我没有走进那家冰激凌店，而是转身回到家中，正视现实。我不是运动员，也不会唱歌，不能表演，我没有名望也没有身体天赋，但我仍然可以变得富有。

从那一刻起，事情就发生了变化。与兰博基尼相遇的90秒，改变了我一生的信念、方向和选择。我下定决心总有一天也会拥有一辆兰博基尼，而且我在年轻的时候就能做到。我不想等到下一次的街头相遇，也不想在下一期海报上看到它，我要自己真正拥有。于是，我扔掉了扫帚，从沙发中爬了出来。

## 探索百万富翁快车道

偶遇兰博基尼之后，我就努力研究那些名不见经传、没有天赋的年轻人是如何成为百万富翁的。但我不是对所有的百万富翁都感兴趣，只是青睐那些过着富裕和奢侈生活的人。因此，我研究了一个人数很少且隐秘的人群，他们是一群名不见经传的百万富翁，符合以下这些标准：

·他们都过着或者有能力过富足的生活。我对与中产阶级毗邻而居的节俭的百万富翁没有兴趣。

·他们相对都很年轻（35岁以下），或者他们能够飞速地致富。我对花了40年时间，靠吝啬节约成为百万富翁的人没有兴趣。我想在年轻的时候就能富有，而不是要等到老的时候。

·他们必须是自己创造财富。我身无分文，不想研究那些幸运的彩票中奖者。

·他们的财富增长不能是来自个人声望、身体天赋、打职业赛、唱歌或其他娱乐。

我寻找的百万富翁，他们刚开始应该像我一样都是普通人，没有任何特殊的技能或天赋，通过某种努力才成了富豪。在高中和大学阶段，我曾经非常认真地研究过百万富翁之间的差异。我在杂志、书籍、报纸中阅读成功商人的相关资料。任何能够洞察到这个小群体的东西，我都会通通吸收。

不幸的是，这种揭开快速致富密码的热情让我尝到了失望的苦头。我曾经痴迷于深夜的商业信息片，并对此深信不疑，愿意为此刷信用卡，但它们没有带来财富，不管是华而不实的广告，还是声嘶力竭的推广，抑或是大胸模特，从没有变成现实。

在我不断地满足求知欲，并经历了一份又一份的零工之后，终于发现了关于快速致富的一些显著的共同特征。我相信我已经揭开了百万富翁快车道和闷声发大财的所有密码。我立志要成为有钱人，而这一旅程在大学毕业后马上就要开始。虽然我不知道在前方有多少障碍、弯路，也不知道我会犯多少错误。

## 抵制平庸

我毕业于北伊利诺伊大学，拥有两个商务学位。我认为，大学就是用5年时间给未来的公司员工洗脑，使他们以为毕业便是人生的巅峰。我认为大学就是教学生乖乖地进入公司就职，将其一辈子紧紧地与老板、过度工作和低薪绑在一起。我的朋友找到了一份好工作便向我炫耀：

·“我在摩托罗拉工作。”

·“我在西北保险公司找到了一份工作！”

·“我在赫兹汽车租赁做管理见习生！”

在我为他们高兴之余，我的朋友们已经搭上了慢车道的谎言列车。我？谢谢，我不要。我一直试图躲开慢车道，就像躲避中世纪的瘟疫。我的想法是找到快车道，年纪轻轻就过上富足的退休生活。

## 路障、弯路和抑郁

尽管有信心，但接下来几年发生的事情，远远低于我的期望。当时我和母亲生活在一起，我的创业项目一个接一个，但是距离成功都很遥远。我每个月都在经营不同的业务：维生素、珠宝、在商业杂志刊登热门的“交钥匙”营销工程，还有一些愚蠢的远程网络营销工作。

尽管我非常努力，但是屡战屡败，导致债务不断增加。几年过去了，愚蠢的骚动迫使我尝试了一系列粗俗不堪的工作，并严重打击了我的自信。我曾在一家餐馆打杂（没错，后厨有蟑螂），在芝加哥的贫民窟做短工，送过比萨外卖，当过鲜花送货员、调度员、轿车司机，在《芝加哥论坛报》（*Chicago Tribune*）做过早报投递员，在地铁三明治店做过推销员，在西尔斯百货（Sears）做过理货员（在讨厌的纺织品部门工作），捡过别人施舍的易拉罐，还做过房屋油漆工。

还有比这些工作和低廉工资更糟糕的吗？有，那就是时间。大部分工作需要黎明前就开始，凌晨三四点。不管这个时间多么邪恶，我可以打赌这种工作需要在这个时间去做。上了5年的大学，毕业后我的生活就像是一个

奶农。该死！因为手头太紧了，为了给我最好的朋友准备结婚礼物，我不得不向一个老女人出卖自己的肉体。没错，那是在20世纪90年代，我有一种虎落平阳的感觉。

与此同时，朋友们的职业生涯发展得如日中天。他们的年薪增长了4%，他们购置了野马（Mustangs）和讴歌（Acuras），还有100多平方米的联排别墅。他们安于现状，过着注定被社会期望的生活。他们是正常的，而我不是。

26岁的时候，我备感沮丧。我的生意亏本，无法自给自足。周期性的抑郁折磨着我破碎的心灵。芝加哥的天气多雨，阴暗又沉闷，我渴望躺在舒适温暖的床上，品尝美味的糕点。是的，我没有什么成就。我厌倦了这些高中阶段辍学者才干的工作，挣扎着起床成为我每日的必修课。失败让我的身体、情感和财务耗尽，我知道现在的我并不是真正的我。我所知道的百万富翁快车道密码未能生效，我做错了什么？为什么不进反退？经过这些年的研究和学习，阅读了大量的书籍和杂志，看了那么多“快速启动”的视频，我还是没有接近财富。我被困在人行道上，快车道对于我来说遥不可及。

虽然沮丧让我逃避，但我没有沉浸于毒品、性或酒精中，而是沉浸在书籍中，持续研究那些名不见经传的百万富翁。如果我不能成功，我会潜逃到那些致富圣经、成功自传和白手起家的传奇故事主人公的生活中。

但情况变得更糟糕了。在我的生活中，有人放弃了我。相处很久的女友对我说：“你无药可救了。”她在一家汽车租赁公司有一份安稳的工作，但她的工作时间很长，挣到的只是小钱，每年只有2.8万美元，我们常因此事争吵。当然，她理所当然地反驳，指出事实：“你没有工作，你挣的钱比我少2.7万美元，你的生意没有一个是赚钱的。”她倒是挺机灵的，找到一个新男友，是一家广播电台的广告经理，我们的关系就这样结束了。

然后是我的母亲。大学毕业后的前几年里，她完全不屑搭理我，我后来又经历了连续的挫败和那些愚蠢的工作。我乞求她对我要有足够的耐心，并向她解释道，快车道企业家创造的财富是指数型增长，而那些上班族的财富是按照线性增长的。不幸的是，无论我的图表和指数多么伟大，母亲都对我失去了信心，而我也没有责怪她。因为在她眼中，可能听到一个人在火星上着陆也比我的话更加可信。

她的指令只会适得其反。她每周至少会冲着我大叫20次：“找个工作吧，孩子！”时至今日，我仍然对这句话不寒而栗。这句话从母亲的大嗓门中喊出来，足够在世界末日之时消灭蟑螂。有好多次，我都想把头塞进老虎钳中，压碎耳朵让我变聋。“找个工作吧，孩子！”钻到我的灵魂里了，这

是母爱的法令，经陪审团一致裁决是终审决定：失败，一个不信任投票。

母亲对我说：“杂货店里招聘一个熟食部门的经理，你为什么不去试一下呢？”貌似我在大学寒窗5年后，最终要落魄到熟食店的柜台上，切割博格尼亚（blologna）肉块，将土豆沙拉卖给邻居大妈。虽然我感谢母亲的工作建议，但我不会去的。

## 在暴风雪中觉醒

芝加哥一场寒冷的暴风雪把我彻底抛到了痛苦的人生十字路口。这是一个黑暗、寒冷的夜晚，干了一天的豪华轿车司机，我极度疲惫。我的鞋子被冰雪湿透了，脑袋痛得像要爆炸一样，两小时之前服用的4片阿司匹林已经不管用了。我想回家但是回不去了，我被困在了暴风雪中，我平时行驶的路线完全被大雪覆盖。我将车开到依稀有亮光的路肩上，融化的雪从我的小腿蔓延到脚趾，我感到刺骨的寒冷。我把车开到了公园，面对着死一般的寂静，只有雪花纷纷飘落，我讨厌冬天！我点燃一支香烟，茫然地看着烟绕到轿车顶棚，我不断地问自己：“我到底在干什么？这就是我想要的生活吗？”

我在暴风雪的黑夜里待在一条空旷的道路上。这种情景有时像是清净沐浴过你的灵魂，恰似微风拂面使你清醒，有时又像是一部施坦威钢琴，砸在你的头上。对我来说，是后一种感受。这时候我的头脑中出现了一个强有力的声音：“你不能再这样过下去了！”如果我要生存下去，就需要改变。

## 做出改变的决定

严酷的冬天迫使我迅速地转变。我决定控制一些人们认为不可控的东西：我所在的环境。我决定重新定位，虽然在那一刻我不知道将何去何从，但我不在乎。

在那一瞬间，我觉得自己很强大。这个决定给我痛苦的生活注入了希望和一丝幸福。我忘却了失败，重获新生。突然间，一条死胡同与一个梦想交汇。关于行动的决定并不重要，重要的是能够控制，并且知道我还有选择。

有了新的力量，我开始思考我从未想到过的选择。我问了自己一个简单的问题：“如果不受任何约束，我会住在这个国家的何地？”我思考着这个对我来说很重要的事情，并在地图上圈出35个城市。下个月我要搬家，或者应该说，我逃跑了。

## 从慢车道跨线到快车道

于是，我来到了凤凰城，当时我身上只有900美元，没有工作、没有朋友，也没有家，我有的只是330天的晴朗天气和寻找快车道的强烈欲望。我的财产包括一个旧床垫、一辆开了10年有些掉漆的没有第三挡的别克云雀、几个不赚钱的小生意以及几百本书。我的新生活坐标原点是凤凰城中心的一间小公寓，租金是每月475美元。我把我的公寓变成了办公室，房间里没有卧室，没有家具，只有一个放在厨房空地上的床垫。我睡觉的时候，馅饼屑会掉下来，这是床垫靠近厨房台面带来的“福利”。

我生活拮据，缺乏安全感，但我觉得自己很富有，因为我能控制我的人生。

我做的众多业务之一是建了一个网站。我在芝加哥做司机的时候，有时会坐在车里等客人，一坐就是几小时，我并没有浪费这段宝贵的时间。当我在机场候客或等客人去酒吧消遣时，我就坐在车里阅读。从金融学到互联网编程，再到富人自传，我几乎无不涉猎。

开车的工作对我有某种特殊的意义，它让我了解到许多乘客面临的难题，需要我给出解决方案。例如，我的一个乘客问我是否知道纽约有什么好的豪华车出租公司。虽然，我完成了我的工作，把乘客送到了机场，但他却给了我启发。如果我生活在芝加哥，但是需要在纽约租一辆豪华轿车，我能在哪里找到它？我手头没有纽约的黄页指南，当然在纽约以外的其他任何人也没有。从这个问题我得出结论，其他旅客将面临同样的难题，所以我建了一个网站来解决这个问题。

因为互联网没有地域限制，所以我带着这个网站来到了凤凰城。在此之前，像我以前的公司一样，它并没有赚很多钱。然而，现在情况有点不一样了。我在一个陌生的城市里，没有钱、没有工作，也没有安全感，我不得不集中精力做这个项目。

我积极地推销我的网站。我发电邮、打电话、寄信，并学会了搜索引擎优化。因为买不起书，我每天都去市立图书馆，学习网络编程语言。我不断地改进我的网站，学习制图和文案知识。任何能帮助我的东西，我都去学习。

直到有一天，事情出现了转机。我接到堪萨斯一家公司的电话，说很欣赏我的网站服务，希望我能为他们设计网站。然而我的重点不是网页设计，我提出400美元的报价，他们认为这个价格很便宜。我在24小时内就建好了这家公司的网站。我欣喜若狂，只用24小时，我就能支付大部分的房租。然后，巧合的是，还没过24小时，我又接到了另一个来自纽约的电

话，同样的需求，设计一个新的网站。我提出了600美元的报价，花了2天时间全部做完，我有了另外一个月的租金！

我知道这些钱不是很多，但是3天内从极度贫困到1000美元的收入，使我感觉像是中了5000万美元的大乐透彩票。在凤凰城的头几个月里，我获得了毕生第一次独立生存的能力，并生存了下来。我不再是卖花的男孩，不再是餐厅服务员，不用再去送比萨饼，不用依靠妈妈。我是纯粹地靠我自己！我实现了重要的加速，强大的推动力预示着我将改变方向，进入一片创造财富的新天地。

但有些事情还是不对劲儿。我知道还少了点什么，我的大部分收入是来自网站设计，而不是网站广告业务。我的收入和网站建设的时间完全绑定在一起。做更多的网站业务意味着要花费更多的时间，如果我不工作，我的收入也将停止，我是在用时间交换金钱。

## 新的财富公式产生财富加速

冬天的时候，一位芝加哥的朋友来凤凰城看我。我给他看了我的网站目录，他对我的网站流量感到惊讶。每分每秒，我的网站都会有来自世界各地的用户查询豪华轿车的出租价格。坐出租车从波士顿到伍斯特多少钱？从机场到曼哈顿多少钱？我们查看了一下邮箱，那里有450封邮件。10分钟后，单击“刷新”，又收到了30封邮件。每时每刻，电子邮件都在增加。他建议：“哥们儿！无论如何要把这些电子邮件转化为财富。”

他的建议很好，但该如何操作呢？如何解决这个问题呢？他留给我这个挑战，我想去解决它。几天后，我想到了一个冒险的毫无先例的解决方案，并开始尝试。我做了什么？我不卖广告空间，我决定卖“潜在顾客”。但有一个问题，这种盈利模式是创新和开创性的。此外，我需要让我的客户相信，这种商业模式对他们是有益的，但是我并没有数据来预测它是否能成功。要知道，在20世纪90年代末，网络空间中还没有“潜在客户开发”的概念，至少在我这样做之前是没有的。

尽管如此，我还是冒着风险付诸实施。我预测，在短期内这会降低我的收入，事实也确实如此。如果它完全运行起来的话，将需要几个月的时间。新系统运行第一个月的收入是473美元，其间我做了更多的网站设计业务来填补我的收入差距；第二个月的收入是694美元；第三个月的收入是970美元，然后是1832美元、2314美元、3733美元，持续增长。

我的收益、收入、资产都在成倍增长，但也不是没有问题。随着流量的增长，投诉、反馈和挑战接踵而来，我根据客户的建议不断提升系统。我会在几天之内，甚至几小时内实现客户的想法。我知道要在几分钟内回复客

户的邮件，而不是一小时。我学会了善于接受客户的意见，与此同时业务量迎来了暴涨。

我的工作时间开始越来越长，挑战也越来越多。每周只有40小时的休息时间，通常每周的工作时间超过60小时，工作日和周末常常很难分清楚。当我的新朋友们出去喝酒聚会时，我却蹲在小公寓里反复推敲代码。我不知道这是星期四还是星期六，那并不重要。努力工作的荣耀感往往是这样的：你不觉得是在工作，相反觉得是在享受。我没有一份工作，我有的是激情。成千上万的人受益于我所创造的东西，这使我沉溺其中，我有所作为。

我开始从客户那里收到感谢信：

·“因为你，我的生意增长了10倍。”

·“你的网站让我遇到了我最大的客户。”

·“你的公司一直是增加业务量的好工具。”

这些反馈并不是货币财富，虽然我还没有拥有财富，但是我觉得富有。

## 通往财富的“假”捷径

2000年，我的来电中多了一些其他类型的咨询。科技创业公司打来电话，询问我是否愿意出售自己的生意。那一年，网络的疯狂达到了顶峰，每天都在上演一些出售科技财产变成互联网百万富翁的故事，还记得那些名不见经传的百万富翁吗？这个圈子内的财富以惊人的速度增长，那个冲击波都波及了我。

那么，我想卖我的公司吗？当然想！我接到了3个收购方的报价方案。第一个报价25万美元，第二个报价55万美元，第三个报价120万美元。我接受了第三个报价，一下子成了百万富翁。

但好景不长。当时，我以为120万美元是很多钱，其实不然。除了纳税耗掉一大部分，还有毫无价值的股票期权，并且我犯了错误，进行了不良投资。我还买了一辆克尔维特（Corvette），希望它会让我看上去很有钱。最终，我剩下还不到30万美元。

高科技泡沫带来了无情的后果，至少收购了我公司的买家是这样的。他们不听我的建议，做出了错误的决定，只注重短期收益，缺乏长远目光。他们胡乱花钱，好像资金会源源不断地供应。例如，他们定制品牌矿泉水瓶

以及印有标志的T恤，然而这些并不能产生收入。

董事会决策缓慢，忽视客户利益。更令人难以置信的是，公司的大部分高管都拥有哈佛的MBA学位，但事实证明这些昂贵的标签并不能带来正确的商业逻辑。尽管有1200万美元的风险投资来应对这次风暴，但也阻止不了我的网站慢慢走向死亡。

几个月后，公司接近破产边缘。经过投票，公司决定将我的网站清盘，即使它仍然可以盈利。那家科技公司已无力支撑，股票也在暴跌。每个人都在苦苦支撑，包括他们。

我不愿意看着自己的创作成果消失，便提出了以25万美元的抄底价格回购网站，等于用其自身的利润回购。这一提议被接受了，我又恢复了对刚刚卖出一年的网站的控制权。当然，我将重新经营，用赚取的利润去偿还贷款，并将剩下的钱再投资到业务上。公司重新回到了我的控制下，我确立了新的目标，即不仅要使公司在网络泡沫的环境中生存下去，还要使它蓬勃发展。

## 摇钱树的诞生

在接下来的18个月里，我将服务恢复到一个新的水平。现在回想起来，我当时是想证明给自己看，我并非抓住了互联网泡沫机遇的幸运儿。我继续改进我的网站，不断地应用新技术，听取客户回馈意见。我新的工作激情是自动化和流程。

当我在简化流程和系统时，发生了一个缓慢而稳定的转变：我的工作时间越来越少了。突然，我每天只工作一小时，而不是10小时。然而，金钱却滚滚而来。即使我去拉斯维加斯赌赌手气，仍然是财源滚滚；即使我生病4天，同样是财源滚滚；即使我连续炒股一个月，也是财源滚滚；即使我休一个月的假，仍然是财源滚滚。

随后，我意识到我成功了，这就是快车道。我给自己栽培了一棵真正的、硕果累累的摇钱树。这是一棵茂盛的摇钱树，每天24小时、一周7天地创造财富，它甚至不需要我花时间打理。它每个月仅需要几小时的阳光和雨露，而这是我很乐意提供的。除了日常关注之外，这棵摇钱树不断长大，并结出累累硕果，它给了我自由，我可以做我想要做的任何事。

在接下来的几年里，我过着慵懒和暴饮暴食的生活。当然，我也需要一个月花几小时去工作，但重要的是，我可以自由地工作、旅行、打游戏、买跑车、在约会网站娱乐……我自由自在，因为我有一棵摇钱树，它不花费我的时间，每个月都能为我取得丰硕的回报。

自从收回我的生意后，它的成长速度极快。几个月时间，我就能获利超过20万美元。没错，是利润！即使不好的月份，也能达到10万美元收入，我在两周内赚到的钱相当于大部分人一整年里赚的钱。财富潮水般地涌向我，而我却并不引人注目。如果你每月赚20万美元，你的生活将发生哪些改变？

·你会开什么车？

·你会住在哪里？

·你要到哪里去度假？

·你的孩子们会上什么学校？

·你还会债务缠身吗？

·你成为百万富翁的速度有多快？4个月还是40年？

·在星巴克喝一杯6美元的咖啡还会不会是个问题？

你看，当你的收入达到这个水平以后，很快就会成为百万富翁。我在33岁就是千万富翁。如果当初我不卖掉我的业务，可能会更快地达到这个目标。但是在你吃碗装方便面时，有人把120万美元放到你面前，没有多少人会说："不，我不要。"

我购买了我的第一辆兰博基尼，实现了我十几岁时的梦想。如今，几乎每周都有人问我几年前我问别人的那个问题。现在我能够回答这个问题了，这也是我曾经梦寐以求希望听到的答案。

2007年，我决定再次出售我的公司。我该退休了，该想想我那些宏大的梦想了，就像写这本书和做电影编剧。然而，这次我尽情享受各种各样的收购报盘，从330万美元到790万美元不等。在短短的几年里，报价增长了数百万美元，我接受了其中的一个现金收购，并在10分钟内重复了快车道过程——这就是兑现6张金额百万的支票所花费的时间。

本章小结：助你踏上快车道

※名望或身体天赋不是致富的先决条件。

※财富快速增长是指数型的，而不是线性的。

※变化可能发生在一瞬间。

# 第2篇 财富不只是一条路，而是一场旅行

## 第3章 旅行在财富之路上

千里之行，始于足下。

老子

### 财富是一场旅行，而不仅仅是一条路

上大学期间，我和几个朋友踏上了从芝加哥到南佛罗里达州的春游之旅。作为年轻人的我们不禁对目的地满怀憧憬：佛罗里达海滩上阳光明媚、人头攒动，到处是晒得黝黑、穿着清凉的美女。不幸的是，由于太关注目的地，我们没有留意旅程和车辆问题。经过8小时的行程，我们那辆破道奇汽车（Dodge Duster）吐着黑烟，终于坚持不住熄火了。车的垫圈破裂了，油也耗尽了，我们的车在伊利诺伊州南部的一条乡村公路上抛锚了。到处是奶牛、恶臭的粪便和玉米地，南佛罗里达州的海滩，对我们来说遥不可及。

可悲的是，大多数人的财富之旅像我的春游一样，经常会终止：停滞在不明道路的一边，在离开的时候会问："我怎么会在这里？"就像我的春游，只知道并行驶在财富之路上是不够的，因为这条道路本身是不会提供财富的。当你的焦点是道路和目的地，而不是旅途时，你追求的财富注定会折戟。当然，快车道可能打开财富的快速路，但成功的旅途需要你尊重所有重要的旅行工具。我的春游无功而返，因为我们忽视了旅行的路途，而只关注了目的地。汽油？路线图？发动机检修？算了吧，直接上路，一路南下！当你忽略了旅行中关键的组件时，你的发动机就会烧坏，机油就会耗尽，汽油就会白白浪费，甚至会走长时间的弯路。当你的焦点仅仅集中在目的地时，你的旅程可能会半途而废，永远不会抵达梦想中的目的地。

### 财富是虚幻的路

如果财富与你擦身而过，很可能是因为你"只关注道路"，而没有重视全局。当然，你可能了解一些只言片语的东西：从一两本书中得到的偏方，参加一些所谓的"致富"研讨班获得的灵感，抑或是大学好友炒股失败的惨

痛教训。不幸的是，这些支离破碎的东西并不能创造财富，就好比是一辆抛锚在财富之路上的汽车，汽油已经耗尽，电瓶也已报废。在多变量的公式中，你不能用一个变量去破解财富密码。

财富旅途的公式就像一个食谱。想象一下，如果我把你扔到厨房里，给你准备了糖和面粉，要求你烤制饼干。这项任务是不可能完成的，因为两种原料不可能组成整个配方。忘了小苏打，饼干就不会起酥；缺了黄油，饼干的味道就很难吃。一旦遗忘或缺少一种配方，整个过程就会失败。这就是大多数致富书籍的先天缺陷：它们“只关注道路”。它们专门研究配方中最重要的成分——糖！它们只会告诉你这些：

·购买抵押债券致富！

·购买特许经营权，自己成为老板！

·学习秘诀，积极思考！

·自己做生意！

·投资于房地产获得被动收入！

·用货币交易来生钱！

这些策略指出了获得财富的各种道路：交易道路、经营道路和房地产道路。它们没有涉及任何其他的问题。失败发生在“其他”，因为“其他”正好是组成公式的其余部分。

## 百万富翁追求过程，而不是结果

所有白手起家的百万富翁都利用精心策划的过程来创造财富。他们拥有并使用完整的公式。不管你读到或者听到什么，致富绝不是一个结果。财富不会从天上掉下来，也不会在游戏竞赛节目中出现。它不会主动按响你的门铃，也不会像是膨胀到冰箱那么大的支票，等着你去捡起来。纺纱机里不会生产出柠檬和樱桃，过程决定结果。

财富是一个过程，而不是结果。问任何一位厨师，他们都会说一道完美的菜肴是一系列配料，再加上精心烹制的过程：加一点这个，再加一点那个，还要恰到好处地掌握时间，最后你才会拥有一道美味的菜肴。财富的创造也遵循同样的方法，将游离分散的组件组成一个有价值的整体。

大多数人常与财富失之交臂，因为他们专注于结果而忽视了过程。殊不知没有过程，就没有结果。花一点时间好好想想这个道理。过程造就了百万

富翁，你耳闻目睹的结果来自过程。正如对于厨师而言，烹饪是过程，而美食是结果。

举例来说，一个运动员与球队签订5000万美元的合同去打职业篮球比赛，这是一个过程的结果。你看到和听到的这个大合约，是一个惊艳的“致富”结果，但你却忽略该结果出现前的过程。这个过程是漫长的、你看不到的艰辛的路途：每天4小时的练习、午夜的篮球比赛、韧带撕裂、手术和复健、常坐在备选队员的席位上、和邻近的队伍进行对抗赛，所有这些过程形成结果。

你在一个高科技人士的博客中读到一个20岁的年轻人以3000万美元出售了他的互联网公司。整个事件被广为称道。在这个结果背后，你不曾听过创始人忍受长时间编写代码的过程，你不曾听过他在寒冷的车库中工作的那些黑暗的日子，你不曾听过公司是靠刷21.99%利息的信用卡创建的，你也不曾听过创始人开着一辆里程超过28万公里的廉价褪色丰田货车。

1996年，达里斯·比科夫（J.Darius Bikoff）创立了酷乐事维他命饮料（Glaceau Vitamin Water）公司，11年后，他的公司被可口可乐以40.1亿美元高价收购，成为当时全世界头条新闻。新闻里缺了什么？11年痛苦煎熬的过程。数十亿美元的收购只是结果，过程是奋斗和背后的传奇故事。

我的公司被人抢着收购是一个结果，而这个结果是由过程带来的。外人看到漂亮的房子和昂贵的汽车，可能会认为，“哇，如果我要是有这么幸运就好了。”这完全是在空想结果而忽略了过程。所有致富的结果都要历经过程，要经过磨难、风险、努力和牺牲。如果你试图跳过过程，那么你永远都不会得到结果。

不幸的是，在媒体的推动下，在“我现在就要”的社会中，我们都聚焦和崇拜结果，而将过程刻意掩藏起来，小心翼翼地避开公众的视线和认知。然而，如果你追本溯源，你总能找到这个过程，它埋藏在另一个故事中，或者在后面的段落中。

如果你收获了你的第一个百万美元，那是出自过程，而不是一些刚刚发生，且恰巧穿越你人生道路的神秘机遇。过程才是通往财富的路途，目的地作为结果虽光芒闪耀，但实现它全靠过程。是的，通往成功的电梯是不存在的，你必须自己努力爬楼梯。

## 财富旅途的公式

财富旅途的公式犹如一条漫长的横穿全美之旅。成功需要你把重点放在旅

途中的方法和工具（过程）上，而不是目的地（结果）。成功的公式由4个成分组成，它们分别如下：

路线图（第3、4、5篇）

旅途的罗盘（即路线图）将指引你前行的方向，用于构建你的财务观念体系。有3张路线图可以引导你的财富之路：

·人行道。

·慢车道。

·快车道。

路线图就像是秘方，会告诉你原因、地点、方法和内容。

交通工具（第6篇）

你的交通工具就是你自己，除了你没有人能代你前行。你的车是由复杂的系统组成，机油、汽油、发动机、方向盘、挡风玻璃、马力和油门，所有的组件都需要频繁地调整和维护，以确保在旅途中达到最佳状态。

你的道路（第7篇）

你的道路是你的财务通道。例如，你可以走上班族的道路，但是你的选择非常有限：你可以是工程师、项目经理、医生、工人或卡车司机。你也可以走创业的道路，例如，成为房地产投资者、零售店主、经销商、网络推手或发明家。这就像一个穿越全国的旅行，有很多道路任你随意选择。

你的速度（第8篇）

速度是执行力，也是将想法付诸实践的过程。你可以坐进一辆停在宽阔笔直的道路上的法拉利，但如果你不踩油门，你就不会前进。没有速度，你的路线图就没有方向，你的车就会闲置，你的道路就成了一个死胡同。

## 在收费公路上的旅行

成功的快车道旅客都是终极斗士，他们战斗和行驶在崎岖的收费公路上，而那种收费往往无法进行简单支付。对一些人来说，这是好消息，因为收费会淘汰弱者，遣送他们到一般人去的地方。如果你拒绝付出，财富就会

抗拒你。不幸的是，有些人认为财富的损失可以用权利或某些“先决条件”来支付，如下：

·优越的家庭背景。

·“努力工作”而不是“聪明工作”。

·你名字后的教育背景和学历。

·一份出色的商业计划。

·风险投资。

·特定的性别、肤色或年龄。

·希望、做梦、积极思考。

·在正确的地方认识正确的人。

·进入名校。

·富有激情或者“做喜欢的事情”。

事实远非如此。百万富翁快车道不关心这些。快车道并不是绿树成荫的顺直街道，四周没有白色的栅栏，也没有孩子们吊在橡树上荡秋千。这是一个黑暗、冷清、坑洼不平、颠沛崎岖的道路。如果通往财富的旅途都是舒适的坦途，岂不是每个人都会很富有吗？

你要做好付出代价和应对风险的心理准备，意识到这是一条颠沛流离的路。当你遇到第一个坑洞时（是的，它会发生），你要明白你的过程正在进行，你的故事才刚刚开始。快车道过程要求的牺牲，很少有人能做到，也很少有人能下得了这个决心。

## 旅途不能外包给司机

我们生活在一个想把一切都外包出去的社会，无论是做家务事还是带孩子。外包可能在清洁厕所时有用，但它绝不可能用来打理财富。财富的旅途中没有司机，收费不能外包给一个印度的虚拟助理。

假如我在16岁的时候，有人送给我一辆兰博基尼（或其他任何梦想），我可以向你保证，我不可能成为今天的我。当有人满足了你的欲望而你并没有付出努力时，你的过程就会被阻滞。在一个人的成长过程中，如果有人

为你做好了一切，你就不会收获到智慧和个人成长。旅途是你的而不是别人的。

本章小结：助你踏上快车道

※财富公式是一个整体，而不是其中的一部分。

※过程造就了百万富翁，结果只是过程的副产品。

※寻求“财富司机”是为过程寻求替代。过程不能外包，因为过程孕育了智慧、个人成长、力量和结果。

# 第4章 财富路线图

如果你不知道去哪里，任何一条路都是你的选择。

刘易斯·卡罗尔（Lewis Carroll）

## 财富的指南针

如果你不知道你要去哪里，那么你怎么知道你到达了那里？如果你的目的地还没确定，毫无疑问，你永远不会到达那里，甚至可能到达一个你不想去的地方。发现财富靠的是路线图，而不是投掷飞镖撞大运。

白手起家的百万富翁不会是因为不慎跌倒掉到钱堆里而致富的，正如财务上的失败，不是因为遭遇过贫穷就必然会失败。两者都是选择财务路线图的直接结果，并产生建立在这个路线图上的信念和行动。财务路线图对你的致富过程起着决定性作用，这就是你通往财富之路的第一个工具。

你目前的财务状况就是你现有路线图的结果，无论你是否选择它。你的路线图指导你的行为，而这些行为的后果形成了你的财务生活。你的生活将如何展开取决于你的选择，而这些选择源于你的信念系统，这些信念系统是从你先前的路线图中演变而来的。如果你想改变你的生活，请改变你的选择。要改变你的选择，你就必须改变你的信念系统。你的信念系统来自路线图。

信念是如何影响财务的呢？信念带来行动，行动指导选择。例如，如果你相信“富人发财靠投资共同基金”，你的行为就会反映这种信念。如果一些金融专家建议你停止使用信用卡，因为“所有的债务都是有害的”，你就会照做。如果有一个畅销书作者说：“今天投资50美元，在40年内可增值到100万美元。”你也相信这种说法，你的行为就反映了这种信念。

信念是推动行动的强大机制，无论它是否正确。我们的父母说圣诞老人是真的，我们就相信了。我们放下饼干，眺望窗外，寻找那只飞翔的小鹿，我们想知道大屁股的圣诞老人是如何从烟囱里飞下来的。我们一直在相信他人的教导，直到我们发现相反的证据。

你的信念系统的作用就像一幅路线图、一个指南针，如果它是错的，那你将走一辈子弯路。虚构的信仰是错误的路线图，它们会带你走进死胡同，那里你永远找不到“下一个出口：财富”的指示牌。

## 通往财富的3个财务路线图

绘制你的财富旅程，铺设你的致富道路，首先要检查你当前的财务路线图和备选方案。你可以有以下3个财务路线图：

·人行道路线图。

·慢车道路线图。

·快车道路线图。

在这3个路线图中存在着不同的心理学和信念体系，分别决定着每个路线图的行动。更重要的是，每个路线图在“宇宙”中的运行都被一个数学财富公式所控制。无论你选择哪一个路线图，创造财富的“宇宙”都将遵循其各自的财富公式。此外，每一个路线图都会指向一个特定的目的地：

·人行道→贫穷。

·慢车道→平庸。

·快车道→财富。

无论你遵循哪一个财务路线图，都会将你引导到路线图固有的目的地，即路线图的“真实本质”。

那么，什么是真实本质？如果你玩21点游戏，连续赢了15把，你就违反了随机性的真实本质，自然状态下的随机性不可能让你连赢15把。一头野生的非洲狮被驯服后，被拉到拉斯维加斯做魔术表演，狮子被训练这件事就违反了它的真实本质。狮子天生就野性十足，捕食、喂养、交配。狮子想找回自然的自我，这就是为什么一些魔术师常被狮子咬掉头颅。你必须使用特殊的法则，才能强行改变事物的真实本质。

同样的道理，每个路线图都有一个真实本质，要么导致贫困、平庸，要么产生财富。例如，你走在人行道上，你的结局可能就是贫穷。虽然你可以使用任何地图发现财富，但是通过不以财富为目的地的路线图致富是很难的。

每个路线图都包含作为路标的关键思维方式，我们称之为“思维路标”，它们能为你提供方向和行动指导，这些思维路标如下：

·对债务的看法：债务控制你，还是你控制债务？

·对时间的看法：你是如何评估和对待时间的？时间很多，转瞬即逝，还是无关紧要？

·对教育的看法：教育在你的生活中有什么作用？

·对金钱的看法：金钱在你生活中的作用是什么？金钱是工具还是玩具？是丰富还是稀缺？

·主要收入来源：你创造收入的主要手段是什么？

·主要财富增长：你如何增加你的净资产和加速创造财富？

·对财富的看法：你如何定义财富？

·财富公式：你积累财富的数学公式是什么？什么样的财富公式定义了你的财富观念？

·目的地：你有目的地吗？如果有的话，它是什么样子？

·责任与控制：你的生活和财务计划受你的控制吗？

·对人生的看法：你的一生将如何度过？你对未来有计划吗？为了明天的理想会放弃今天的享乐吗？或者放弃明天的理想，享受当下？

## 在不同的“宇宙”中运行的路线图

每一个路线图都是根据一组特定的数学公式来运行的，它决定了你创造财富的速度。就像爱因斯坦的$E=MC^2$，这些公式支配着你的财富，正如物理学主宰着我们的宇宙一样，物理是受到数学绝对的束缚，所以你的财富也受到公式（概率）的束缚。

财富增加的速度是根据你选择的路线图的“宇宙”演变而来，在你所选择的“宇宙”中，你的财务计划会发生加速或终止。假设它是一辆列车的话，每一辆列车都有自己设定好的速度、规则和规律。你既可以跳上一辆时速为20千米的列车，也可以跳上一辆时速为200千米的列车。

如果你对自己的财务状况不满意，可以通过调整路线图，立即改变你的“宇宙”。但是，你首先必须了解路线图以便进行替换。在接下来的第3篇，我们将深入剖析这3个路线图：人行道、慢车道和快车道。

本章小结：助你踏上快车道

※你的路线图决定了你的信念。

※每个路线图都由一个财富公式控制，它会引导你迈向特定的财务目标：人行道带来贫穷，慢车道导致平庸，快车道通往财富。

# 第3篇 贫穷：人行道路线图

## 第5章 走得最多的路：人行道

当你是第一个信念有别于他人的人，你通常会说："我是对的，其他人是错的。"这种处境令人非常不愉快，这种想法在令人振奋的同时也会招致攻击。

拉里·埃里森（Larry Ellison）

### 人行道路线图

大多数人终生都走在人行道上，他们是人行道路线图的追随者。人行道上的大部分人更注重今天是否有愉快的满足感，而不去考虑明天的安危。

走人行道的人时常处于一种破产的状态：生意失败破产、演出失败破产、失业后破产。在人行道上，你总是一个无家可归、濒临破产或者随时回到你父母地下室的人。

没错，有些走人行道的人还真的能挣到一大笔钱，但他们从来没有得到过真正的财富。别搞糊涂了，人行道上从来不会有通往财富的出口匝道，只有一个"此路不通"的标牌，厄运随时会来临。人行道旅途就是一个财务单行道，其最终结果不是破产，就是清算危机。

### 哪些是走人行道的人

走人行道的人没有财务目标，也从来不会有计划。一旦有闲钱，他们就会立即去旅游、买新车、买新款衣服，或者买其他火爆的新品。走人行道的人，毫不在乎陷入"生活方式奴役"的泥潭中，他们贪恋及时行乐，追逐感官刺激，获取即时的满足感。这使得危机周期加快，每个月的负担迅速增加，永远地奴役着他们的工作或生意。

人行道是大部分人选择的道路，因为它是阻力最小的路径。其中的诱惑在于能获得即时的满足，他们认为金钱是一个烫手山芋，必须快速花掉，才能修复一天的疲劳。想见识一下走人行道的人是如何生活和思考的吗？花几小时观看一下电视节目《朱迪法官》（*Judge Judy*）吧。女儿起诉妈妈要求支付100美元，人们不承担责任、不计后果，人们想要免费租房。严肃地说，这档节目应该重新命名为《人行道上的人生》。

## 走人行道的人的思维路标

走人行道的人的路线图包含驱使他们行动的思维方式。这些思维方式都是路标，亦称“思维路标”，会指引他的一生。

·对债务的看法：我依靠信用购买现在的东西！信用卡、整合贷款、汽车分期贷款，这些补充了我的收入，让我能够享受今天的生活！如果我现在要它，我马上就会得到它。

·对时间的看法：时间太充裕了，我毫无节制地花钱。谁知道呢？也许我两周内就死了，钱财乃身外之物，生不带来，死不带去。

·对教育的看法：我毕业后就完成了学业，万岁！

·对金钱的看法：如果你挣到钱，就炫耀一下！为什么要存钱未雨绸缪呢？我花的每一分钱都是我赚到的，我的大部分账单都按时支付，难道这不是对财务负责吗？

·主要收入来源：什么挣钱多，我就做什么。我追逐金钱！一切为了百元美钞！

·主要财富增长：净资产？我进赌场、买彩票，我还主动向保险公司追索赔偿……这些算吗？

·对财富的看法：死的时候，谁的玩具最多谁就赢！

·财富公式：财富＝收入＋债务。

·目的地：目的地？我为今天而活，不为明天烦恼。

·责任与控制：所有的坏事都摊到我身上，其他人真让我失望，我是一个受害者，这是别人的过错。

·生命感悟：活在今天，别管明天。人生苦短，不要去理会30天之后的事情。浮生若梦！你只能年轻一次！再说，我总有一天会撞到大运的。

## 令人不安的人行道事实

虽然这些假设的思维路标和评论听起来很荒唐，但事实会更令你震惊。根据美国人口普查局对2000个样本的研究（在2001年技术爆炸和2008年金融危机之前），以下是令人不安的事实：

·55岁以下的人中大约有57%很可能资产净值是零，或净资产为负数。

·据估计，62%的美国家庭资产净值都不足10万美元。

·35岁以下的家庭中，89%的家庭净资产少于10万美元。

·在35～44岁年龄段的人群中，净资产中位数为1.3万美元，不包括房地产。

·在45～54岁年龄段的人群中，净资产中位数为2.3万美元，不包括房地产。

2007年美国人口普查局调查显示，61%的人年收入不足3.5万美元。这些数据揭露了隐藏在肉毒杆菌注射和德国产豪华轿车事实背后的丑陋：走人行道的人是大多数，估计有60%的成年人走在人行道上。是的，世界上到处都是金融魔术师。受最近金融危机的影响，最新数据将会更加令人心寒。我估计，85%的美国家庭净资产为零或负数。但你可以打赌，他们家里有5个平板高清电视，上面不停地播放着650个有线电视节目。如果你超过35岁，你的净资产不到1.3万美元，恕我直言，你所做的工作并没有什么用，你需要一个新的路线图。

## 典型的走人行道的人：收入很低

典型的走人行道的低收入者是社会的中下阶层。他们为了微薄的工资而工作，为了炫耀自己而购买新奇玩意，但是他们没有积蓄，也没有退休计划。他们的未来完全押给了一种生活方式，即通过每月分期付款来透支自己的购买能力。他们的每一分钱都是有流向的：购买衣服、偿还汽车分期贷款或信用卡。

如果你以这种方式生活，就像是游走在悬崖边上，随时会碰触财务红线。人行道上的穷游者希望渺茫，因为他们的路线图被一时的满足感、自私和不负责任侵蚀了。这种有问题的配置方法排斥财富，并让其依赖的寄主不堪重负：纳税人、老板、朋友、父母和所爱的人。走人行道的低收入者是在自欺欺人：“生命是短暂的，给我让路，让我走下去！”

## 人行道症状：你有吗

从高中或大学毕业后你没有学到太多东西。

“我从学校毕业了，万岁！”

你经常换工作。

“拜托，我辞职是因为新职位报酬更多。”

你认为别人有钱是因为他们的父母很富有，他们运气好，或生活环境比你更有优势。

“我已经很努力了。如果我的父母能供得起我上大学的话，我可能就会有一份好工作。我的童年很坎坷，那些有钱人根本就不懂。”

你很容易给人留下深刻的印象。

“我喜欢名牌皮包、德国车、意大利服装和纯种狗。我努力工作挣钱，我应该得到它！”

你的信用记录很差。

“我有拖欠信用卡的记录……我之所以经常不能按时偿还信用卡是因为我实在无能为力。此外，银行和公共事业公司都是富有的大公司，它们是我的敌人。”

你希冀政客和政府来改变社会系统，而不是专注于如何改变自己。

“一个更强大的政府才能解决问题。政府应该承担更多的监管责任，提供更多的项目和服务。政府应该为人民服务。富人应该为他们的财富支付更多的税款，他们能够负担得起，而我不能！”

你把典当铺、发薪日贷款商店和信用卡视为额外收入的一种手段。

“不能再等下个月的工资了，我的家人要吃饭！此外，有一家商店在出售蟹腿，只要18美元一磅。”

你已经至少申请过一次破产了。

“这不是我的错，我开销太大，没料到会失去工作，我也没料到会遇上经济衰退。我不担心破产记录，因为记录清除了，我还可以重新开始。我已经申请到一张新的信用卡。”

你靠工资为生。

“等等，大家不都是这样吗？”

在你买东西的时候，人家如果多找你钱，你不会提醒他。

“你疯了吗？如果别人找错钱的话，我会留着。这不是我的错，是他们搞砸了。”

你没有储蓄，你的净资产为负或几乎为零。

“那又怎么样？不管怎样，你的储蓄账户利息才1%，再看看那些投资股票市场的人。愚蠢！至少我会花掉我的每一分钱，我不能白白地丢了它！”

你没有汽车保险，没有医疗保险，你和别人随意发生性行为，没有采取安全保护措施。

“我能说什么，我是一个敢于冒险的人。我知道保险和生育控制很重要，但现在还不是最优先的。”

你经常在赌场赌博或买彩票。

“这次能赌赢，是吧？先别管赔率，这次不一样，我能感觉到。”

你将自己沉浸在另一个世界中，包括网络名人、八卦博客、体育、视频游戏或肥皂剧。

“我只爱看《美国偶像》、《迷失》（*Lost*）、《幸存者》（*Survivor*）和《公民法庭》（*Peoples'Court*）。星期一至星期五从下午6点至10点，我知道我会在哪里。”

你已经在“致富”计划上花了很多钱。

“有一个简单的方法可以获取财富。如果我买这个软件/深夜电视购物产品，我就会得到秘籍！致富的秘密很容易知道，就在那里！”

当你开口要钱或者请辞的时候，你的家人感觉很烦恼，你自己也知道接下来等待你的是什么。

“天啊，只有500美元。我父母应该照顾我直到我死为止。他们不知道我有多辛苦吗？我是说，看看这套公寓！花岗岩台面需要更换！”

你能分辨出这些行为模式吗？这些思维都来自人行道上的人。希望你不会感觉愤怒或抵触，因为这可能表明了你的信念就是从人行道路线图而来的。

## 人行道上的引力：贫穷

经济衰退是道路上的颠簸。由于当前的经济危机，有多少人失去了自己的家园、积蓄、工作以及401K保险？走在人行道上的人得不到保护，因为你一无所有，无力承受打击。如果你被汽车撞了，你会死得很惨。如果你想在你的财务之旅中不可撼动，你得穿着结实的防弹背心，制订一个跨越几年的计划，而不是几天。

人行道上的生活自然会拉你下水，跌入贫穷之中。因为人行道是短期的，它永远不会长期起作用，你的未来会变成当下愉悦的背书。不幸的是，道路上的任何颠簸都会导致你负债累累：经济衰退、失业、加息、重新调整抵押贷款。毫不夸张地说，生活在人行道上，结局也是在人行道上。

如果你问任何一个走人行道的人，是什么导致他的财务失去了控制，他会马上将其归咎于一些外部因素。例如，我被解雇了！我的车坏了！我的脚受伤了却没有健康保险！法官判我多付20%的赡养费！当你加速财务引擎到极限时，它保证会烧坏。然后，讽刺的是，你愉快的今天会变成可怕的未来，你将面临更多的工作、更多的债务和更多的压力。

我不知道你的年龄，但请诚实地回答一些可能让你不舒服的问题：你确定能够在1.3万美元的净资产水平上退休吗，还是11.3万美元？你认为靠你的资产净值去再融资是合理的吗？你有没有想过下星期的薪水？你在什么情况下才会意识到应该换个方法或重新评估，有没有临界值？你做了5年、10年或20年的事情会突然奏效吗？反复做同样的事情，但期待不同的结果，这简直是痴心妄想。

除非你的策略是赌场、彩票，或是给你的配偶下毒以获得保险赔偿，否则人行道不会是通往财富之路。政府援助、社会保障、慈善事业以及“我的父母会很快去世，他们将留给我一笔财富”，这些都不是财务计划！如果你不想在凯马特（Kmart）工作到75岁，或者你不想在涵洞桥下的纸板箱里退休，你就需要制订一个计划。假如再给你50年生命，你的计划是什么？

逃离人行道的第一步，是要认识到你可能身处其中……然后用有效的方法代替它！

## 金钱解决不了金钱的问题

记住：人行道对金钱是视而不见的，它不关心你赚多少钱。你不能用更多的钱改善糟糕透顶的金钱管理。是的，你看起来有些钱，但还是游荡在人行道上。

走人行道的人来自各行各业，甚至包括那些看起来富有的人。他们拥有自

己的事业，他们从事医生、律师等高收入的工作，或者是成功的演员或音乐家，他们挣钱非常多。但他们有着共同的特征：没有计划、没有储蓄，花的永远比赚的多，牺牲明天，享乐今天。

走人行道的人的财富公式是由收入和债务决定的，由他本人的可用信贷来决定。

财富＝收入＋债务

走人行道的人的奢华生活方式，一般要依赖债务达到收入和开销的平衡。所有走人行道的人都需要承受各种压力，例如，支付抵押贷款或租金、支付每日的账单、还上信用卡的最低还款额，这些都是发薪日短短快乐时光过后要考虑的事情。

## 走人行道的“富人”：收入很高

一个走人行道的高收入者宣布破产会成为头条新闻。你有没有想过一个很有钱的歌手，在出完最后一张专辑的3年后宣布破产呢？或者为什么一个著名的演员在退出公众视线多年后会申请破产呢？一个身价8000万美元的NBA签约球员，如何沦落到破产的境地呢？让我来告诉你：在人行道上，财富等于收入加上债务。

你不难找到一个高收入的走人行道的人。这些人看起来很有钱，但实际上那些钱就是一份工资，一张专辑或是一部电影的酬劳。一旦失败，他们无疑就会破产。虽然他们有巨额的收入，但他们将每一分钱都花到了购置奢华的装备上。他们的生活方式来自高额收入和巨大的信贷额度。是的，他们大手大脚地花钱，用本不属于他们的钱买了更多本来不需要的东西，他们相信这种巨额收入会源源不断地持续下去。

我嘲弄这些走人行道的人“全部依赖信用卡”，他们开好车、穿名牌衣服，然而一旦爆发金融危机，一切都是过眼烟云。

有一个快车道论坛成员在一家贷款机构工作，他在论坛中晒出一个关于人行道高收入者的帖子，内容如下：

“一个著名歌手6万美元的贷款申请被否决……尽管他的申请表中注明每月赚40万美元……然而，在过去的一年中他被撞两次，他一定会破产。他的信用记录也非常糟糕。我来告诉你，财务管理技能和良好的信用是非常重要的，即使你是一个很成功的人。”

由于走人行道的高收入者能赚到大钱，因此他们有设计师定制的衣服和配

饰，有与他们的收入相称的爱好。例如，一个收入颇丰的走人行道的人，每月能赚到2万美元，他就会觉得买一双300美元的牛仔裤是很正常的。但问题是，和走人行道的低收入者一样，走人行道的高收入者并不满足于自己的消费，他们会花掉整月的收入，还要多支出许多额外的开销。这是一种不合理的生活方式，这些人似乎在担心钱花不出去就会消失。一个月赚5万美元？那就花6万美元；赚25万美元？那就花35万美元。他们花钱无度，支出总是超过收入。

一个每年赚200万美元的人和年收入2万美元的人一样，都容易踏入人行道陷阱。缺乏财务自律就会停驻在人行道上，这和你的收入或你开什么车，并没有直接关系。

## 人行道的收入/财富幻觉

请注意那些行走在人行道上的人，无论是低收入者还是高收入者都面临着相同的问题，只不过场景不一样而已。原因在于，更多的钱并不能解决财务管理不善的问题。糟糕的财务管理就像是在赌场赌博，随着时间的推移，坐庄的人总是赢家。把更多的钱花在有问题的地方，就像是试图用更多的水去堵塞大坝上的洞，再多的钱也买不到财务自律。

那些缺乏财务自律的人通过滥用金钱来拖延这个不可避免的事实。如果一年给你4万美元你都活不下去，那么一年给你40万美元，你也活不下去。当低收入者为900美元抵押贷款而烦恼的时候，高收入者可能在担心9000美元的抵押贷款。烦恼是相似的，问题是相同的，只是数额不同而已。只有转变对金钱的观念，才能解决金钱的问题。要改变你的思维方式，必须改变你的路线图。离开人行道，不要再把财富等同于收入和债务。

本章小结：助你踏上快车道

※踏入人行道的罪魁祸首是不做财务计划。

※人行道上的自然引力是贫穷，无论是时间还是金钱。

※你不能用更多的钱来解决糟糕的财务管理问题。

※你虽然收入丰厚，但是依旧踯躅在人行道上。

※如果财富是由收入和债务来定义，财富就是虚幻的，因为它很脆弱，无法承受弯路和颠簸的道路。一旦收入消失，财富幻觉也会随之消失。

※糟糕的财务管理就像是赌博，坐庄的人总是赢家。

# 第6章 你的财富中毒了吗

财富是充分体验生活的能力。

亨利·戴维·梭罗（Henry David Thoreau）

## 社会对财富的毒性作用

人行道的诱惑来源于社会对财富的有害和毒变效应。社会明确地宣布了财富的定义："财富"是一辆由专职司机驾驶的劳斯莱斯，是包专机，是到南太平洋异国旅行，是海景别墅和拉斯维加斯带阁楼的公寓。社会认为，财富就是6克拉的钻石耳环、阿斯顿·马丁和价值超过大多数人住房的手表。

你问10个人"什么是财富"，你会听到10种不同的答案。你的财富标志可以像我的一样是一辆兰博基尼，也可能是在蒙大拿州近30万平方米的农场和马厩中一匹跑赢满贯的赛马。如果你和多数人的想法一样，财富本质的定义就是豪华奢侈的生活方式。

社会让我们相信财富是由物质财产构成的。事实上，我将在本书中批判社会对财富的定义，并让读者明白什么才是真正的财富。为什么会出现误导？正如你看到的，社会为你完美地定义了财富的概念，不幸的是，他们（再次）误导了你。但不要担心，如果你想要奢华，快车道可以提供。

## 财富三位一体：什么是财富

财富并不像看起来那么模棱两可，生命中的幸福源于拥有真正的财富。你猜我最幸福的时刻是什么时候？我最幸福的时刻并不是我买了第一辆兰博基尼的那一天，也不是我搬到山畔豪宅之时，更不是以几百万美元出售我公司的那一刻。财富不是由物质财产、金钱或"东西"成就的，而是由我所说的3个基本的"f"组成，即家庭（family）或人际关系、健康（fitness）和自由（freedom）。在这个财富三位一体中，你会找到真正的财富和幸福。

首先，财富是与人构建的紧密的关系。不只包括你的家庭，还有别人，你的社区居民、你的神和你的朋友。著名的电影《生活多美好》（*A Wonderful Life*）在片尾时给我们上了一课，"记住，拥有朋友，你就不会失败。"这反映了你与朋友、家人和爱人保持紧密关系的重要性，财富在其中发挥作用。财富是一个共同体，也影响着他人的生活，它不能放在一个真空里单独体验。相信我，我生命中最富有的时刻，是与我的朋友、家

人和爱人在一起的时候。

其次，财富是健康，即活力、激情和无限的能量。如果你不健康，你便不富有。你问一下任何患绝症的人，他们的追求是什么；问一下癌症幸存者，他们重生的感觉如何，对这些人来说，物质早已被替代，健康和活力才是幸福。

最后，财富是自由，即自由地生活，无论在何时，在何地。你可以远离老板、闹钟和金钱的压力，追求梦想，按照自己满意的方式抚养孩子。自由就是从你所憎恨的单调乏味的工作中解脱出来，自由就是随心所欲地过你喜欢的生活。

## 60天的分期付款不能为你带来财富

我清楚地记得那一天。2000年我出售了自己的公司后，我的律师交给我第一张分期付款的支票，价值是25万美元。

“耶，25万美元！我很有钱！我做到了！”我傻笑着。现在是时候宣告天下了。我脑海中立即浮现出跑车、名牌衣服、快艇和身边簇拥比基尼女郎的场景。我以为我很有钱，我要去炫耀一下。

不幸的是，这种幻想是不切实际的，我已经尝试过了。我买了一辆苹果红的克尔维特敞篷车。跑车？真棒！诺德斯特姆公司（Nordstrom）设计师定制的服装？没问题！我还曾想买一艘快艇。但是，互联网泡沫中断了我亢奋的幻觉。我把刚得到的一笔钱投资到科技类股票，损失了好几千美元。几个月内，我的财富蒸发了近半。在与我的会计师交谈之后，我得知又有1/3的财富不久也要拿去交税。

具有讽刺意味的是，在我看起来相当富有的时候，真正的财富正离我越来越远。没有工作、没有生意、没有收入，只有一笔小钱，我都无法支撑正常的生活，更不可能过那种想象中富人的奢侈生活，我根本就不富有。

## 财富假象：看起来很富有

在流行文化中，财富的魔术大师被称为“30K百万富翁”。你可能还没有听说过这个说法，它指的是一些人表面看起来像是百万富翁，但实际没有净资产。这些人不难找到，他们驾驶着入门级的宝马，车轮上配置了定制的铬合金轮毂，他们穿着名牌服饰，上面带有法国名人哥特式的亲笔签名，他们在俱乐部贵宾席聚会，用信用卡订购酒水服务。这些人表面光鲜时尚、生活奢侈，但在聚光灯和金钱背后，他们只是行走在人行道上的可怜的魔术师。

比较一下看上去很富有和真正富有，你就会发现前者很容易做到，而后者不行。唾手可得的信贷和长期的月度金融服务（一年期免支付服务）是帮助你获得财富幻觉的诱人工具。社会让你相信财富可以在一家商城、汽车经销店或在电视购物中买到。正如我第一次用支票完成的疯狂消费，这些表面上的财富都在告示天下："我很有钱！"

可是你真的有钱吗？你用6年分期购置一辆8万美元的奔驰轿车，因为这是你所能负担得起的全部，这并不是真正的财富，而是虚假的财富。你是在自欺欺人，是在绕行快车道。千万不要赶时髦，这可不是警告你不能花钱购买昂贵的德国轿车的说教，完全不是。

财富绝不是体现在一辆汽车上，而是体现在你可以自由地购买它。我曾经自由地走进汽车经销店，咨询一下价格，付完现金，然后把车开走。这是我给我的哥哥买的礼物——一辆新的雷克萨斯。这是我曾经做过的最简单的交易。我研究了这辆车，并确定了我想支付的价格。我带着一张现金支票走进汽车经销店，对售货员说："我有一张4.4万美元的现金支票，我想买那辆车。"我需要一个"可以"或"不行"的答复。20分钟后，我就拥有了一辆雷克萨斯。这才是真正的财富，不是虚假的财富。

当我开车去健身房的时候，经过高速公路附近一个破旧的公寓大楼。在停车场里，我总能看到停着一辆闪着光亮的黑色凯迪拉克，装配有22英寸镀铬的轮毂。那你发现有什么不协调的地方了吗？你生活在一个破烂的公寓，却开着价值6万美元的汽车，上面配置了价值1万美元的轮毂？我会去看那些座椅枕上的显示器，去听24个音响的立体声音乐吗？哎呀，感觉挺高大上的，其实不符合常理。难道拥有一栋漂亮房子，和一位好邻居毗邻而居，不比住在马贝拉花园公寓（Marbella Gardens）却分期付款购买一辆豪华轿车更明智吗？有些人想看起来很富有，而另一些人则希望真正变得富有。

## 虚假财富破坏真正的财富

虚假财富在制造财富幻觉，而不是真正拥有财富。它笃信社会所定义的财富，没有意识到追求虚假财富具有强大的破坏性，即它会破坏真正的财富。

随着真正的财富和虚假财富之间的鸿沟不断扩大，期望将不停地被亵渎，痛苦也将不断蔓延。你越想看起来有钱，就越紧紧地被贫穷左右。在奔驰经销商那里是买不到财富的，但是可以在那里破坏你的自由。

在财富转换的过程中容易迷失自由。人们炫耀财富的象征，却没有自由，当你失去自由的时候，就意味着你正在丧失真正的财富，那就是健康和人

际关系。

亨利·苏加诺（Henry Sukarano）花180万美元在巴尔的摩郊区购置了他梦想中的豪宅。作为一家知名制药商的医药销售代表，亨利的职业生涯可谓风生水起。他的大房子中有他想要的一切，包括游泳池、马厩和一个能停泊5辆汽车的车库，这真是令人羡慕不已。购买这套房子让亨利觉得“我已经成功了”，但好景只持续了大约8周时间。

受到公司政策和裁员的影响，亨利被迫每天长时间工作。他开始从事被解雇的员工扔下的其他工作，需要处理覆盖整个东海岸地区的业务。他已经分不清楚是在路上、在飞机上，还是在睡觉。长时间的工作打破了他清净的生活。亨利很少住在他向往的家中，一旦在家，他就沉浸在酣睡中，或者在学习充电。他与妻子和孩子的关系也变得紧张起来。因为承担着巨大的压力，他的健康状况也越来越糟。

亨利悟出了一个道理：我没有生活在梦想中，是梦想主导了我的生活。亨利感觉被困在理想生活方式的幻觉中，但他仍继续努力工作，相信财富需要付出代价的哲学。

请注意破坏自由是如何攻击财富的其他组成部分的。负担不起的物质财富会对我们的健康和人际关系带来不良后果。富有讽刺意味的是，看起来有钱才是真正富有的敌人，因为它破坏了自由、破坏了健康，也破坏了人际关系。

最重要的是，百万富翁快车道解决了三位一体的自由部分，因为自由为健康和人际关系提供保护。只有你自己才能定义你的自由和你想要的生活方式。如果你想要搭乘私人喷气式飞机，那是你的自由；如果你想要保持极简主义的生活方式，那也是你的自由。自由因人而异。在你个人的定义中，你会发现属于自己的财富拼图，而不是社会定义的通往人行道炼狱的那个版本。

本章小结：助你踏上快车道

※财富是由强大的家庭关系、健康和自由构成的，而不是由物质构成。

※负担不起的物质财富，是对财富三位一体的破坏。

# 第7章 你滥用金钱，金钱就会报复你

金钱买不到幸福，但是当你痛苦的时候，它会让你感到非常的舒服。

克莱尔·布思·卢斯（Clare Boothe Luce）

## 金钱买不到幸福，但是贫穷能买得到幸福吗

那些口口声声断言“金钱买不到幸福”的人，他们永远不会有钱。这个老生常谈的话题成了助推贫穷的利器。既然金钱买不到幸福，那么为什么还要存钱呢？接下来的逻辑是，如果有钱都买不到幸福，那么贫穷的人又该怎么办呢？难道一个拥有法拉利的人就自动归入到不幸福的行列，而开本田车的那个人就一定幸福吗？

上网搜索“有钱买不到幸福”，总结搜到的页面，结果就是有钱就没有幸福。这不禁令人震惊，难道康涅狄格州一位赚6位数薪水的商人，可能连肯尼亚的牧牛人都不如吗？

事实是，这些分析有失偏颇，因为它们并没有把窃取幸福的人作为自由的对立面隔离开来。具有讽刺意味的是，当大多数人赚到“更多的钱”时，自由感不但没有增强，反而减弱了。人们往往会在创造生活方式的过程中受到金钱的奴役，更多的金钱会对财富的三位一体（家庭、健康和自由）造成破坏。

根据克瑞顿大学（Creighton University）婚姻家庭中心的研究结果，债务是新婚夫妇不和的主要原因。债务和生活方式的奴役驱使人们去工作，而对人际关系视而不见。2003年，全球价值调查网（worldvaluessurvey.com）的一项研究发现，世界上快乐的人都有一种紧密的社区意识和强大的家庭纽带。基本需求（安全、住房、健康、食品等）得到满足之后，人们的幸福感明显地受到人际关系质量的影响，这些人际关系包括合作伙伴、家庭、朋友等。如果我们疲于购买各种商品去和他人攀比，我们就是在自寻烦恼。该网站得出的结论是：“消费主义”是通往幸福的最大障碍。

的确，很多百万富翁和高收入的职业精英是痛苦的，但是这和钱无关。他们痛苦的根源是自由，金钱控制着他们，而不是他们拥有金钱。例如，一个收入很高的工作狂没有时间在家里陪伴妻子和孩子，那么他的幸福感不见得比一个半天种地，半天陪家人的贫穷农民要高。

2009年，美国脱口秀主持人大卫·莱特曼（David Letterman）公开曝光了美国哥伦比亚广播公司（CBS）另一个节目制作人的敲诈勒索事件。据报道，该男子精心布下了一个勒索骗局，宣称投资200万美元一年能够赚取21.4万美元。然而，该男子自己处于严重的财务破产状况，部分原因是无力向配偶支付每月近6000美元的赡养费。难道勒索者是想通过敲诈一个名人“买到幸福”吗？他真正的动机是什么？我认为他想买到自由，因为债务让他深陷奴役状态。200万美元会带来不同结果吗？也许在短期内可以，但从长远来看绝无可能，因为他与金钱的关系已经破裂。一个参与调查的知情人士说：“他只是不想再工作。”换句话说，他渴望自由。

## 一个现代版的奴隶

相比那个一大早开车急匆匆去上班的家伙，我为什么有钱？因为我有自由。我可以做自己想做的事情，追求自己的梦想。在写这本书的时候，我根本不担心有多少人会买。我驾驶私人飞机去拉斯维加斯，不必担心上班、老板，也不用担心电费还没支付。自由是美妙的。

然而，我的生活方式并不“正常”。就像财富一样，社会通过缓慢致富的授权，已经为你定义了“正常”的标准：“正常”就是每天早上6点起床，拼命工作8小时；“正常”就是从星期一工作到星期五，做工作的奴隶，靠优惠券省钱，如此循环50年；“正常”就是买任何东西都刷信用卡；“正常”就是相信股市能让你发财；“正常”就是相信一辆跑车和一个更大的房子会让你快乐。你习惯于接受这种“正常”的标准，它来自社会上被扭曲的财富定义，“正常”就是一个现代版的奴隶。

令我惊讶的是，大多数人都在以一种铤而走险的方式来避免财务破产。我们在毫无节制地花钱和消费，大家都不受约束、奢侈无度，人们在用压力书写自己的讣告。如果你的生活方式被劫持，你就不再富有，像人质一样，因为你缺乏自由。

## 正确地使用金钱

当金钱被滥用时，它是买不到幸福的。它不仅买不到自由，反而会买来束缚。不同于社会所定义的财富，实际上财富和幸福是可以互通的。社会提到的财富概念是指“现金”，因为这个错误的定义，连接财富和幸福之间的大桥轰然坍塌。当你不觉得富有的时候，你可能会希望“变出”那种感觉，你购买能够象征财富的商品，你渴望受到尊重，被接受和被爱，感到骄傲和喜悦。这些感觉代表了什么？你希望得到幸福。

这就是诱饵。我们把这种腐化的财富定义视为幸福，当它不能兑现时，我

们便会失望，便会感受不到幸福。

如果使用得当，钱就能买到自由，自由是财富三位一体的集合体，自由带来选择。事实上，很多穷人的生活比劳累的上层中产阶级还要富足，因为后者没有足够的自由，他们缺乏牢固的人际关系、缺乏健康，他们深受每周5天、连续50年的工作所害。

金钱是财富公式和自由的卫士，强有力地守护着财富的孪生兄弟——健康和社会关系。

·金钱能买到自由去看着你的孩子长大。

·金钱能买到自由去追求你最疯狂的梦想。

·金钱能买到自由让你无拘无束。

·金钱能买到自由去建立和加强人际关系。

·金钱能买到自由去做你喜欢做的事，无须瞻前顾后。

上述情况是否会令你感到快乐？我想一定会的。它们绝不会令你不开心。

## 生活方式的奴役：人行道陷阱

走人行道的人被奢侈的生活方式所奴役，让自己的生活陷入无尽的循环中，他们会为了赚钱让自己处在高速运转的工作状态下，赚钱则是为了过奢侈的生活，要过奢侈的生活则必须工作赚钱。这种被奴役的生活方式会彻底摧毁自由。

·工作创造收入。

·收入确保生活/借债偿还（汽车、船只、定制服装）。

·被迫工作去还债。

·周而复始，无限循环。

在20岁时，我便被这种生活方式所奴役。大学毕业后，我得到了一个不如意的工作，每天疲于挤公车上班。随着收入的增加，我自认为很富有，于是我调高了自己的生活标准，并在财富幻觉的驱使下无度消费。我买了第一辆跑车——三菱3000GT。

没过多久，我就意识到梦想中的车并不是财富的象征，而是一条潜伏在我的自由中的寄生虫。我讨厌我的工作，它使我满负压力，使我筋疲力尽，使我的创业梦想被束之高阁。但是我无法放弃工作，因为我要偿还汽车分期付款、油费和保险费。我被迫为这些“东西”工作，被自己讨厌的工作套在了枷锁中。

然而，这种奴役在社会看来是正常的。我们长期被教导要努力争取到最理想的结果，它让我们多年签约，使我们被这种生活方式绑架……你买了越多负担不起的东西，你的刑期就越长。

## 你要是需要思考能不能负担得起，就是负担不起

想想你会为购买一包口香糖而发愁吗？可能根本不会的。这个购买决定丝毫不会影响你的生活方式或你对未来的选择。对于一个走进一家4S经销店，买了一辆六气缸宾利的有钱人来说，道理是一样的。

所谓有能力负担就是指你丝毫不需要考虑它。如果你需要考虑承受能力，那就说明你负担不起，因为有能力负担不需要考虑条件和后果。如果你买一条船超过了心理承受能力，那么你就负担不起。人们往往会通过以下假设来减轻心理负担：

·“只要……我就能买得起它。”

·“如果我的职务得到晋升……”

·“如果我的抵押贷款没有调整……”

·“如果我的股票这个月上涨10%……”

·“如果本月我的销售业绩翻番……”

·“如果我妻子找到一份工作……”

·“如果我不买健康保险……”

这种自我交谈就是在警告你负担不起，负担能力是没有附加条件的。你可以自欺欺人，但你无法承担虚张声势的后果。

所以你怎么知道你能负担得起呢？如果你能一直为你的生活方式支付现金，而不用考虑未来的情况，那你就能负担得起。换句话说，如果你买了一条船，直接支付现金，并且不会受到意外“路途颠簸”的影响，那你就可以负担得起。如果你在一周内丢了工作，或者你的销售业绩下滑50%，你

会后悔买了一包口香糖吗？不，它丝毫不会改变。这就是如何根据你的财富水平来衡量消费能力。

为了克服冒充富豪的倾向，你要清楚地知道你能承受什么以及不能承受什么。如果你真能买得起船和兰博基尼，那么你还要有充足的时间和地方去放纵。百万富翁快车道的目的是让你去到那个地方。

## 让生活方式遭遇奴役的诱惑

让生活方式遭遇奴役的诱惑是错误的消费主张，也就是在消费的时候，能得到自我感觉良好的即时享乐和快感。如果感觉到一切都是良好的，那有什么不好吗？巧克力？豪华套餐？日光浴？不幸的是，短时间内的良好感觉往往会导致长期的不良后果。即时享乐是一种人数众多的瘟疫，它的主要副作用是显而易见的——债务和肥胖。

大多数美国人都很胖，因为最容易的（也是最便宜的）即时享乐来自食物。当你一屁股坐在躺椅上，慢慢咀嚼一罐品客薯片，你选择的是即时的快乐，而没有想到以后的痛苦。如果你的年薪只有3.1万美元，却靠72个月的贷款购置了一辆价值4.5万美元的新野马越野车，你获得了即时的享乐，但是奴役般的生活方式也会随之而来。

财富和健康如出一辙，是不容易保持的。获得它们的过程也是相同的，需要纪律、牺牲、坚持、承诺，而且要推迟自己的享乐。如果你不能抵御即时享乐的诱惑，你会很难获得健康与财富。两者都需要将生活方式从短期思维（即时享乐）转向长期思维（延迟享乐），这是唯一能够阻断生活方式被奴役的篱笆。

## 寻找鱼钩

即时享乐是诱饵，生活被奴役是鱼钩。

广告人员是杰出的钓鱼高手，它们的目标是钩到你。他们提供了多汁的诱饵，闪亮的新车、宽敞的豪宅、定制时装和各种“唾手可得”的好东西。每一天你都被即时享乐的诱饵包围：

·“没有这个产品你就无法生存！”

·“拥有它，生活会更轻松！”

·“拥有这些，你才是成功达人！”

·“当你拥有它的时候，你可以想象邻居羡慕和嫉妒的目光！”

这些信息都有一个共同点，那就是你只是他们的猎物，卖家根本不在乎你能否负担得起。你要确保自己不咬到鱼钩下面的诱饵，因为它们是奴役生活方式的枷锁。当即时享乐成功引诱你上钩时，你就被生活方式所奴役。不是你拥有这些东西，而是这些东西拥有你。它们是财富的敌人，千万不要邀请这些敌人进入你的生活。等你真的可以负担得起这些生活方式和奢侈品的那一天吧……在快车道里，这一天迟早会到来的。

本章小结：助你踏上快车道

※金钱买不到幸福，因为金钱会破坏自由。任何对自由的破坏都是对财富三位一体的破坏。

※金钱使用得当，便可以买到自由，带来幸福。

※幸福源自健康、自由和良好的人际关系，不一定是金钱。

※生活方式被奴役，其结果是剥夺自由，剥夺自由就等于剥夺了财富。

※如果你需要思考能不能负担得起，就是负担不起。

※即时享乐的结果是破坏自由和健康。

# 第8章 幸运儿玩的游戏

我相信运气，并且相信付出更多的努力，就会有更多的运气。

托马斯·杰斐逊（Thomas Jefferson）

## 想得到运气吗

我曾经听到有人叫我“幸运儿”。多么可悲，这是人行道上的人的观念。我不是很幸运，我只是一个玩家。当幸运的家伙稳坐独木舟时，我还趴在木板上飘来荡去。

乔（Joe）是一个走人行道的人，他认为要发财，运气是必不可少的。他白天写博客日志，晚上则去评论博客、打游戏、看电视。他认为自己不是一个幸运的人，因而放弃了自己的梦想。乔的弟弟比尔（Bill）在做与建筑相关的工作，他晚上除了上网之外，还花时间去研究一些新发明和工程学。他还利用休假时间去参观贸易展览和营销研讨会。比尔的梦想是成为一个发明家，他拥有不同领域的4项发明。当乔沉醉于游戏时，比尔则努力跳出空洞的构思，向世界展示自己和他的发明。谁会“很幸运”呢？

## 白手起家的百万富翁成名于自创的运气

资产数十亿的富翁、美职篮达拉斯小牛队的掌门人和股东马克·库班（Mark Cuban）在其博客中讲述了自己关于成功运气的传奇故事，他回忆起了自己的奋斗史。在每一个故事中，人们都把马克的成功归因于运气：幸运地出售了自己的第一家公司微方案（Micro Solutions）；幸运地在技术繁荣时期大赚一笔；幸运地将公司以高达几十亿美元的价格卖给了雅虎，但是成功的过程却被尘封起来。

和大部分人相比，库班对运气的看法有着天壤之别。过程创造结果，但是别人将结果视为运气。他说，当他在阅读复杂的软件代码和思科路由器手册，或者一遍又一遍地测试和试验新技术的时候，怎么没有人提到运气呢。那么运气究竟从何而来？

“有钱人运气好”被走人行道的人视作真理，这是一个消极的观念，能够打击你的意志。人们虽然可以通过彩票、赌场和有钱的父母获得财富，但不可能创造持久的财富。利用百万富翁快车道去理解运气是一个过程的结果，是行动、工作和“正在那里”。当你“正在那里”，在正确的时间出现在正确的地方，你才能抓住机会。

世界上有正确的地方和错误的地方。正确的地方不是在躺在沙发上看综艺节目，不是在夜总会观看歌舞表演，也不是在酒吧狂饮。如果你想在正确的时间出现在正确的地方，你必须首先确认你在正确的地方，只有在正确的地方，才能感知哪些是错误的地方。

如果你不在人行道上采取行动，并参与过程，你将永远不会得到运气。运气总被人们认为是一件重要的事。例如，你的彩票中了大奖，或者你在阁楼上偶然发现了一幅价值连城的古画。但是，财富和运气并不是一个偶然事件，而是过程的结果。运气是过程的产物。

走人行道的人喜欢结果，但是憎恨过程。对于他们而言，获得财富是运气，这种论调是自然的，因为他们相信财富是结果。有一位快车道论坛的成员最近发帖说，比尔·盖茨很幸运，我不得不反对他的观点。光靠运气，根本无法创造出视窗操作系统。运气创造不了一家公司，运气也无法为了一个特定的目标而创造出协调一致的重复行动。当你坚持一贯的行动，通过努力去撼动世界，与他人发生相互作用才会产生结果。走人行道的人将这解释为运气，事实上，没有什么比行动拥有更大的成功概率。

当概率从不可能演进到可能时，运气才会出现。对于上述两个兄弟来说，谁会得到幸运？概率会倾向于向世界展示发明的那个弟弟，而他懒惰的哥哥不会得到幸运。让你的过程直面世界的险恶，你就可以克服险境，从而使置身在“正确的时间和地点”的可能性大增。

一提到运气，我就会想到扑克玩家，认为他们的手法和技艺是纯粹的运气，这是错误的观点，职业扑克玩家绝不会将其视为运气，这是复杂的系统分析和玩家心理学的结合。世界上最好的扑克选手，都是优秀的人类行为统计师和释义者。运气会起到作用吗？当然会，但作用是次要的，玩家主要是靠能力来赢取大部分的资金。向一个杰出的扑克玩家说“你真幸运”，那是一种侮辱。同样的道理，将一个白手起家的百万富翁的成功历程归咎于运气好，也同样是侮辱。

要想获得运气，就要更好地经营过程，因为只有过程才蕴含着机会。当你在玩的时候，好运就在你身边。当你想要赢的时候，运气就会现出它的原形。不幸的是，走人行道的人将结果归咎于运气，他们的观念是运气不需要过程来参与。如果你想要有运气，请参与到过程中，因为成功是在过程的废墟中浴火重生的。

## 不要将“热门”作为你的财务计划

走人行道的人厌恶过程，所以他们的财务计划无视标准流程（如储蓄、预算）和结果。如果你相信运气是财富的唯一来源，你就会只对与运气相关

的事件感兴趣，所有努力的目标都是在寻找“热门”的项目。

什么是热门？热门是创造财富突如其来的奇迹。彩票、赌场、扑克比赛，甚至是靠打官司和欺诈等。实际上，寻找“热门”都是试图绕过财富旅途，直接在终点线旁边守株待兔。它不能将你带向成功。

走人行道的人热衷于寻找“热门”，因为他们坚信财富是一个结果。不幸的是，热门都是冒险的远射，违反事物的真实本质。你相信奇迹吗？走人行道的人正在这样做。

为什么电视真人秀节目如《美国偶像》中的大多数选手会名落孙山，但仍然有那么多的参赛者？这些人正在寻找难以捉摸的“热门”。当天才的选手顺利通过的时候（他们有天赋是因为参与了过程），遭淘汰的选手哀声一片，他们指责节目评委，抱怨麦克出现问题，找出一些微不足道的事，并称是这些因素导致他们落选。但殊不知，真正的原因是他们没有经过过程的历练。

## 被欺骗：走人行道的人所受的诱惑

“现在只要分3期支付39.95美元的订单，你就能轻松学到如何赚到百万财富，你要做的只是每周花40分钟倒挂在地下室荡秋千。赚钱相当容易。别着急，还有更多的方法！只要今天成功订购，你就会收到我旁边这个丰满女人的照片。她看上去漂亮吗？当你像我一样开始赚钱的时候，像她这样的女人，一天24小时络绎不绝，她们会踏破你的门槛。这个系统真的很棒，今天所剩的机会不多了。现在就行动吧！”

广告大师很清楚他在做什么。他的目标是走人行道的人，那些人痴迷于结果和“热门”。为什么在凌晨2点做广告？那时候走人行道的人相对聚集，因为他们要么失业，要么看重播的肥皂剧。相信我，快车道的司机决不会在凌晨2点看这些，因为他们正废寝忘食地投入到过程中，朝着自己的目标坚定前行。

走人行道的人容易被欺骗，因为他们在孜孜不倦地追求结果，并竭力避免过程。一旦这种观念在你的脑海中根深蒂固，收看电视购物节目就会成为夜晚必备的娱乐。

## 脱离人行道的3个关键点

按照正常的逻辑，如果你有一个神奇的“系统”，在短短几个月里就能轻松赚到几百万美元，你做的第一件事会是什么？你会组建一家直销公司，把你的财富秘籍打包成5张光盘和一个快速入门视频，在每周二凌晨3点

的“花园频道”（Garden Channel）中兜售吗？如果我有10亿美元财富的秘籍，这会是我要做的第一件事吗？而不是去环游世界，不是慈善捐款，也不是再去赚几百万美元？我会把这个系统打包好，告诉全世界只要39.95美元吗？

人们是相信这套说教，还是在拼命地寻找容易事？在电视广告中叫卖赚钱“系统”是一条强大的快车道。不幸的是，它所出售的系统本身可不是快车道，如何躲开这种疯狂的广告轰炸呢？别急，慢慢来！走人行道的人沉湎于以下3种观念无法自拔。

·观念1.财富需要运气。

·观念2.财富是一个结果。

·观念3.别人能给我财富。

这些观念为什么是错误的？首先，财富不是运气，而是不断提升概率的过程。其次，财富并不像彩票和赌场，它需要过程而非结果。最后，真正的财富只能靠自己。没有人会给你带路，电视购物中的那些赚钱软件也不会护送你。这些骗局让大多数走人行道的人对电影《大公司，小老板》（*In Good Company*）的剧情耿耿于怀，他们在凌晨2点醒来，躺在床上设想着打一个电话就能让财源滚滚而来，因为电视上的财富领路人就是这么说的。

本章小结：助你踏上快车道

※像财富一样，运气是由过程产生的，而非结果。

※运气的产生是靠持续提升的概率，而概率会在行动过程中得到提升。

※如果你发现自己玩“热门”的博彩游戏，你就是结果驱动而不是过程驱动的人。这种心态适合人行道上的人，而不是快车道上的人。

※“快速致富”的广告营销是一条快车道，因为精明的营销人员都知道，走人行道的人把希望寄托在结果上，而完全忽视过程。

※赚钱“系统”本身无利可图，但把它们卖给走人行道的人却收获颇丰。

# 第9章 致富需要承担责任

伟大的代价就是责任。

温斯顿·丘吉尔（Winston Churchill）

## 只搭车不开车

人行道上的人会把理财计划委托给别人，他相信会有一个财富领路人载着他驶入致富旅程。这样的想法往往使其成为脆弱的受害者。

想象一下你搭便车走遍全国的情形。你获得了一个搭便车的好机会，但是你可能搭乘一辆由精神病人驾驶的汽车，穿越一段意想不到的弯路；也可能会遇到一个杀人犯，用刀架在你的脖子上，然后把你抛弃到路边的水沟里。搭便车时你会孤单无助，而且险象环生！

然而，走人行道的人对于搭便车的宣言是：信任别人！但当事情不按预期行事时，他们就责怪别人。除运气和结果外，责备是迫使人们停留在人行道上的第三个原因。

20世纪80年代末，当时我还是个孩子，我妈妈和朋友合伙在当地经营一家餐馆。朋友圈的几个人将他们的积蓄投资到了一个叫“基金”的项目。这些人当中，有些是受人尊敬的商人，他们对这项投资赞不绝口，声称项目的月回报极高。妈妈那时候单身，正在创业，这些朋友鼓励她进行投资。我妈妈不轻易受人摆布，她对有些事情“感觉”不对劲儿。最终她决定放弃投资，“基金”也远离了她的生活。

几年后，“基金”成了头条新闻。一家投资公司诈骗了投资者数百万美元。投资公司被曝是一个诈骗集团，几个上当受骗的投资者自杀，包括涉案的行骗人。这家投资公司正是母亲在前几年婉言谢绝进行投资的那家公司——“基金”。

## 受害者法则

受害者法则——只要你不放弃控制权，没有人能让你成为受害者。当你把控制权交给别人后，你就成了一个不系安全带的搭便车者。坐在陌生人的车上，可能会让你的财务计划破产，你便成了受害者队伍中的一员。

没有担当的人最终会成为受害者，他们拒绝责任，也拒绝问责。他们中的

一些人天生就是受害者，因为他们不是试图努力获得主导权，而是选择躲避和放弃。对于他们而言，人人都有解决问题的方法，却无人帮助他们。他们并不认为这是他们的过错，而是有人应该为此受到责怪。他们从不找自己的问题，而是习惯于将责任归咎到其他人身上。走人行道的人拒绝将命运掌握在自己手中，而是生活在“他们总跟我过不去”的阴暗想法中。

·“他们把我解雇了。”

·“他们改变了条件。”

·“他们骗了我。”

·“他们不告诉我。”

·“他们提高了我的房租。”

一直以来，所有这些“他们”都是受害者自己强加上去的。如果房东提高了租金，而你还住在那里，却没有去认真看租约合同，这是房东的过错吗？如果公司裁掉了你，你还是选择在那里工作，这是公司的过错吗？难道在25岁那年，我在风雪交加的夜晚滞留在路边的轿车里也是我的错吗？是的，那确实是我的错。

最近，沃尔玛员工因不满意他们可怜的工资而发起了工会抗争。一个名叫尤金的33岁雇员抱怨说，自己已经在这里做了3年的卡车卸货工作，一小时的工资才11.15美元，这低于零售行业每小时12.95美元的平均工资。他买不起汽车，也负担不起沃尔玛的健康保险。

哇，多么令人不安。难道有人要被抓起来了吗？说真的，那个把枪架到尤金头上强迫他在沃尔玛工作，而且让他只拿到低于市场工资的人应该被抓起来！给这家伙一巴掌。但是，没有人强迫他在沃尔玛工作，他在那里工作是他本人的选择。嘿，尤金，如果你厌倦了一小时赚11.15美元，请提高你的社会价值，去加强学习提高自己吧！沃尔玛如果没有像你这样的受害者排着队找工作，他们就不会只开出这样低的工资了。

有个财务顾问向你承诺，保证让你的银行存款获得14%的增值，之后你发现自己受骗了，这是你的错。你根本就没付出过努力，你没有做调查，甚至想都没想。你的渎职行为使你成了受害者。

## 搭便车的政治

在世界各国都有大量搭便车的人。这些人追求安逸的生活，却要别人为之

埋单。他们一辈子都在搭便车，相信政府（或其他一些实体）应该为他们做更多的工作。他们是“赚钱”系统的受害者，是生活的受害者，因为生活给他们留下了一只罪恶的手。他们把选票投给了那些向他们承诺这个世界不需要代价的政治家，这些人承诺免费医疗、免费教育、免费汽油，没有任何门槛的抵押贷款。

约翰·肯尼迪（John F.Kennedy）著名的言论“不要问你的国家能为你做什么，而是你能为你的国家做什么”被曲解为“我的国家能为我做什么”。虽然我不能评论美国以外的社会是否恶化，但是在过去20年里，在人行道上蹒跚已成为很多美国人的一种生活方式。美国人曾经忠实地宣称：“不自由毋宁死。”而现在我们只说：“给我吧。”

在我写这本书的时候，整个经济陷入低迷，房地产市场崩溃，贷款枯竭，数百万人没有积蓄。我们是怎么走到这一步的？答案并不复杂——我们依靠“他人”为我们做财务决策，忽略了合同细则，甚至根本就没有看过合同，我们也没有读过这方面的法律文件，我们强迫政府推出了保险政策。作为一个社会，如果我们继续同样的行为，历史注定会重演。

我也经历着经济衰退的大潮。当然，我的房屋也贬值了，但没有关系，因为我从不拿我的房产作为致富工具！然而，那些大师们又在鼓吹：“你的房产就是你最大的投资！”胡扯！当市场崩溃的时候，我并没有失去很多钱，因为市场并不是我的财富加速工具！快车道是关于控制的，如果你喜欢那种在人行道搭便车的生活，你就没有控制力。

在2005年8月的一个公开论坛上，我便预测房地产泡沫即将破裂，并概述了其破裂的7个原因。事实证明我是正确的，真相一目了然。我选择自己做财务决定，不相信电视节目中那些叫嚣房产是安全的保守派。我不依赖于主流媒体，不依赖别人，就靠我自己。我自己开车，不搭便车。驾驶的美妙便在于责任，而大多数人都错过了。

## 致富首先需要承担责任，其次才是问责

承担责任是问责制度的先决条件，切不可本末倒置。当你承诺对你的账户透支行为负责，可你还继续透支，你就是不负责任的；当你承诺对私生子负责，可你依旧不去做，那你就是不负责任的；你明知道把钱包放在桌子上炫耀可能被偷，可你依旧将它放在桌子上，你就是不负责任的。

问责就是责备你行为的后果，如果需要的话去修正你的行为，以防这些后果再次出现。你虽然没有被问责，但也可以负责。在快车道论坛上有一个用户对责任和问责之间的区别进行了如下阐述：

“真正让我气愤的是，人们屡次做出同样的糟糕选择，但随后宣称对其负责。如果负责只是抬腿走人的话，那么负责就太容易了。一些单身父母，发誓为他们种下的风流债负责，但结果只是偶尔给付一笔抚养费。有人轻易卖掉自己的房子，自称对自己的行为负责，结果却购买了一栋他们根本负担不起的房子。那些宣称对酒后驾车造成的后果负责的人，却重蹈覆辙！我不喜欢那些“负责”的人甚至讨厌！我想让人们真正负起责任。人们在行动之前需要思考，在做出行动后要坚持自己的选择。我对于犯错的人没有什么意见，但是，你不能犯了一个错误，却不从中吸取教训。这就是真正的问责和责任的区别。”

我有一个朋友，最近她的社会保险卡被盗。当我们在餐厅一起用餐时，她便开始抱怨。我打断了她的话，问了她几个问题。因为我不知道，她是否是一个受害者，或者用不用为此负责。

“你的卡是怎么被偷走的？”

“我的钱包在墨西哥被偷了。”

“当时发生了什么？”

“我在一家餐馆吃饭时有人偷走了它。”

“哦？你的钱包是放在桌子上吗，就像现在这样？”

她瞥了一眼她的钱包，猜透了我的意思。就在我们吃饭的时候，她的钱包就放在桌面上。任何一个小偷都可以轻而易举地拿起她的钱包后溜走。她看着我，感到自己被嘲弄了，然后抓起钱包放到她的大腿下确保安全。

是受害者？还是自己不负责？她做了一个错误的选择，她选择不去保护她的钱包，甚至在付出昂贵的代价之后，她仍然不明白自己应该为此负责。如果她一开始就对此负责，那么她的钱包就不会放在桌子上，给小偷可乘之机。

## 使自己从受害者模式中解脱出来

不要再成为承担责任的受害者，要学会负责。

2006年，我在亚利桑那州凤凰城购买了一套群山环抱的豪宅。这是凤凰城景致最好的房子之一，但是内部需要大改造。于是，有个朋友推荐了一个总承包人，我偷了个懒，没有做调查，没有检查他的个人资料，也没有进行资质审查……总之，我什么都没做，就直接雇用了这个承包商。

这下糟了，原本应该8个月的工期居然变成了为期3年的马拉松。这场噩梦最终成为我生命中最糟糕的体验。承包商毫无能力，把事情弄得一团糟。然而，我不能怪他，只能责怪自己。我承担了责任并对此负责，因为是我雇用了这个承包商。套用《星球大战》（*Star Wars*）中的一句话：“谁才是真正的白痴，是白痴本人，还是雇用了白痴的那个白痴？”

但我不是受害者，因为我首先对此负责，这是我的过错，是我让它发生的。然后，我开始问责，现在当我雇用装修工时，我一定会做调查。如果没有问责的过程，我可能也会沦落为一个受害者，像其他人一样自食苦果。

对于我那个丢了钱包的朋友来说，用快车道的处事方法应该先负责，再问责。责任在于，我的钱包被偷了，这是我的过错。问责则是，以后我会采取预防措施，确保它不会再次发生。

当你同时为你的行为及可能引发的不良后果负起责任并发起问责的时候，你就有可能脱离受害者模式，自己的功过得失自己承担，反思自己的选择。你将自己置身其中了吗？你在这个过程中有错误吗？你懒惰吗？大多数情况下，糟糕的结局源于糟糕的选择。掌握选择权，你就会拥有你的生活。没人能带你偏离航向，因为是你在控制方向。失败从来就不是受害者的专利，它会让你变得智慧。不要忽视问责和责任，不要把你生命中最重要的东西交给别人，要由你来驾驭自己的生活！

## 你值得！你值得！你值得

一天，我听到了几条令人心烦的商业广告。要去了解他们的目标，你不需要成为一个核物理学家，人行道上的受害者们。

第一条广告是住房抵押贷款规划公司的：“规划你的贷款，我们帮助你在分期付款上花钱最少。”下一条是律师的广告：“你经历过意外吗？我们帮你得到你应得的钱。”最后一条是一家信用恢复公司的广告：“让我们帮你消除债务记录，这样你就可以得到你应得的生活！”

注意到最常见的短语了吗？“你应得的。”这些真的是应得的吗？你的信用很糟糕，你不按时支付账单，你应该得到更好的生活吗？一位老人追尾了你的车，你从有钱的保险公司突然拿到一笔丰厚的现金赔偿，这本就是应得的吗？你买不起房子，你应该得到一个较低的贷款利息吗？“应得”来得如此容易，没有任何特别的努力，就像天上掉下来一个馅饼？我们正在逐渐被洗脑，相信不需要经过任何过程就应得到一切，也不需要问责。

你应该得到的东西都是你行动的结果，否则就不应得到。负责是一回事，

问责是另外一回事。当你能对自己的选择问责时，你在未来会改变你的行为，并驾驭你的生活。

本章小结：助你踏上快车道

※搭便车的人把自己的财务计划控制权交给别人，使自己成为受害者的概率显著增加。

※受害者法则——只要你不放弃控制权，没有人能让你成为受害者。

※你要为你的选择负责。

※承担责任是迈向你驾驭自己生活的第一步，问责是最后一步。

# 第4篇 平庸：慢车道路线图

## 第10章 你一直在被谎言误导：慢车道

一个普通人每周辛苦工作50小时，50年后被迫退休，然后被送进养老院，希望在病痛缠身之前有尊严地死去，这不算疯狂吗？

史蒂夫·布西密（Steve Buscemi）

### 下一个出口：不温不火的慢车道

在前面的章节中，我强调了走人行道的人没有理财计划，只关注当下，喜欢即时的满足感。人行道是一种生活顽疾，通过透支未来的幸福换取今天的快乐。慢车道正好相反，即牺牲今天的幸福，把希望寄托在未来。

作为一个慢车道的旅行者，你整日沉浸在一系列理论中权衡取舍。找一份工作，一周在办公室工作5天。自带午餐，舍不得喝10美元的咖啡。节约出薪水的10%，辛苦投资到股票市场和401K保险。放弃购买跑车的梦想，因为你根本买不起它！你想将你的满足和享受推迟到65岁退休以后。存钱，存钱，再存钱，因为投资收入是巨大的：今天投资10000美元，50年后其价值连城。

令人惊讶的是，慢车道是人们驶离人行道的第一个出口，它伴随着人们的逐渐成熟和担负责任。大多数大学毕业生是在人行道上开始他们的人生之路的，我也是从那个时候走过来的。毕业就等于疯狂消费和享受即时愉悦。我们自驾去坎昆玩，开着一辆熠熠闪光装配高级立体声音响的汽车，带着海量的CD唱片，通宵喝酒狂欢。生活就是现在这个样子，不去理会未来的结果是什么。走人行道的人（和普通人）本能地期待着一个美好的未来，“我会赚更多的钱”，“我会中彩票大奖”，“我的父亲去世后我会继承千万财产”。未来的期望往往根据当下的愉悦进行调整。而这背后暗藏的危机，就是被奴役的生活方式开始膨胀。

然而，伴随着家庭债务等责任感的增加，以及对未来期望与现实的巨大反差，走人行道的人逐渐看清了人行道的不确定性，并着手进行看起来负责任的车道转换：离开人行道，向慢车道靠拢，这个路线图被很多可靠的人广为称道。在人行道上行走是典型的无纪律行为，而慢车道财务计划则把责任和问责引入财富公式中。看上去不糟糕，对吧？

不幸的是，这条慢车道也是被误导的错误方向，误导你的人不仅有陌生人，还有你信任的人——老师、电视台和广播中的名人、财务顾问，甚至还有你的父母。这些公开的误导强化了慢车道策略，其功效就好比一场难以抗拒的赌注。慢车道是一场终生的赌博，它是用牺牲今天来换取明天的财富。

## 财富的代价为何？你的一生

慢车道几乎不会受到质疑。但这是一个谎言，当诡计被揭穿的时候，人们几十年的岁月已经付之东流……而与此同时，数以百万计的人还在不停地被带到这个骗局中。

如果你已经相信了这个谎言，请你今天就放弃它，这样你还能拥有一个辉煌的明天。那么辉煌的明天会在哪里呢？你什么时候可以尽情挥霍，花上几百万美元来享受生活呢？这是个好问题。在缓慢致富模式下，财富背后的驱动力是时间，给人打工的时间和在市场上投资的时间。你辉煌的明天可能会在40年后出现，那时候你可能是在最后一任的总裁职务，可你腰肌劳损被迫做第二次髋关节置换手术。你辉煌的明天也有可能要等到73岁的时候，可是那时候你已疾病缠身，生活不能自理，身患严重的老年痴呆症。说真的，这个退休后致富的慢车道计划什么时候才能梦想成真，然后你能享受百万富翁的生活呢？

当乔还是一个十几岁少年的时候，他读了几本关于如何致富的个人理财书。书中告诉他要存钱，找到一个好工作，尽量使用优惠券，勤俭生活，量入为出。大学毕业获得法律学位后，乔就按照这个建议生活。虽然执行起来有些困难，但乔还是努力地按照这个计划积累财富。他每周在公司工作60小时，经常忽视家庭和孩子。他平日都耗在办公室，而周末则偷闲在家“充电”。

做了12年的律师后，乔发现他的职业并不惬意。然而，他决定继续忍受，因为职务升迁让他放弃了和合伙人共同创业的机会，他的薪水也一跃跨过6位数的关口。当乔的生活取得进步的同时，他也没有忽略自己的目标：55岁的时候退休，因为金融专家大卫说过，“聪明的人才能致富。”

乔辛苦攒钱，超时间加班，投资共同基金，并投保公司的401K保险。为了慢车道计划，他继续忍受他的工作，没有人说这是件容易的事情。“那一天”到来的日子，就是他退休并拥有百万财富的日子。他认为，为了未来，每周痛苦地工作5天是值得的。不料，在一个烈日炎炎的夏天，乔在修剪草坪时，因心脏病发作不幸辞世，享年51岁……此时，距离他的目标还差4年。

你可以在年轻的时候就很富有，也可以在垂暮之年才有钱。选择权完全在于你，无可争议，25岁的富翁完胜65岁的富翁。你肯定想知道一个年轻人怎样才能变得有钱。如果说是使用优惠券、投资共同基金和401K保险，你信吗？这简直是开玩笑。

最好在年轻的时候就获得财富，趁你拥有健康、活力、能量的时候纵情享受。最好在你生命历程的前半程就拥有财富，而不是经过40年每周50小时工作的煎熬，梦想已经不复存在，你已步入垂暮之年的时候才拥有。在我们的灵魂深处，我们深知这一点，但我们却依旧忠实地遵守慢车道路线图，因为它承诺在40年或50年后给我们带来财富。

你更应该担忧的是，这个路线图管用吗？全球性的经济衰退暴露了慢车道就是一场骗局。一旦失去工作，所有的计划就会流产；当股票市场下跌，你损失了50%的储蓄，你的计划同样失败；当房地产泡沫危机爆发，你的不动产在一年内缩水40%，你的计划宣告失败。慢车道计划注定是要失败的，因为该计划是基于时间的，有太多你不可控制的因素。不幸的是，数以百万计的人已经倾注了几十年的心血投入到该计划，最终却迎来丑陋的真相：慢车道上充满了风险，人们却无能为力。

如果一种策略需要你用一生的时间和全部梦想作为代价，那就是一场糟糕的赌局。慢车道理论傲慢地认为，无论如何你也会生存下去，当然，这得靠工资。不幸的是，轮椅装不进兰博基尼的后备厢中。

## 慢车道的思维路标和信件

随着时间的推移，走慢车道的人一直在收集和支持一系列思维路标，那些可靠的人们也在不断地提供证据。父母说："上大学，毕业后找个工作。"畅销书作家大卫说："别喝昂贵的拿铁咖啡。"苏兹说："开一个罗斯个人退休账户，每年缴纳薪水的10%。"拉姆齐说："滚雪球债务。"所有这些信息都让走慢车道的人的思维路标逐渐成形，让他们在通往财富的旅途中消耗一生的时间。

·对债务的看法：债务是邪恶的，要用一切办法避免，即使这意味着为了工作需要加班。

·对时间的看法：我的时间很多，我会很乐意为了多挣钱去花时间工作。我工作的时间越长，就有越多的钱还清债务，省下的钱可以在65岁退休后去花。

·对教育的看法：教育是很重要的，因为它能帮助我获得更高的薪水。

·对金钱的看法：钱是稀缺的，所以花费每一个铜板都需要纳入预算，同时还要尽可能存钱。如果我想在65岁退休时拥有几百万，我要确保不浪费每一分血汗钱。

·主要收入来源：我的工作是唯一的收入来源。

·主要财富增长：投资收入是超级强大的，因为投资10美元，50年内其价值会飙升到30万美元。哦，不要忘了共同基金、房产的升值空间以及401K保险。

·对财富的看法：工作、储蓄和投资，重复40年，就到了退休年龄，也许是65岁。如果我幸运的话，我的股票投资还有12%的年回报，也许到55岁我就能如愿退休了！

·财富方程式：财富＝工作＋市场投资。

·目的：在我的晚年享受舒适的退休生活。

·责任与控制：我的责任是养家糊口，但是我的工作必须依赖于别人，包括我的雇主、财务顾问、政府以及良好的经济环境。

·对人生的看法：退而求其次。放弃梦想、勤俭持家、不冒风险，总有一天我会退休，然后拥有百万财富。

如何知道自己走的是不是慢车道？表10.1就是慢车道路线图的路标。

表10.1　慢车道路线图的路标

| | |
|---|---|
| 上学 | 投资股票市场 |
| 取得好成绩 | 叫停消费昂贵的拿铁咖啡 |
| 毕业 | 勤俭持家 |
| 生活自理 | 不去举债度日 |
| 超时加班 | 使用优惠券 |
| 职务晋级 | 不再使用信用卡 |
| 拿出工资的一定比例做储蓄 | 定期定投策略 |
| 投资 401K 保险 | 攻读更高的学位 |
| 投资共同基金 | 尽早付清住房抵押贷款 |
| 购买并持有基金 | 你的房产就是资产 |
| 薪资、养老金、福利待遇 | 建立个人退休独立账户 |
| 尝试多样化投资 | 量入为出 |
| 提高保险免赔率 | 谙熟投资经营之道 |

当你遇到这些“时髦的短语”时，要警惕有人向你推销慢车道理念，并将其作为通往财富的总体计划。因为优惠券和其他慢车道策略在计划中并不值钱，它们不应该称之为计划。将慢车道作为总计划，而不是计划的一部分，是一个严重的问题。

## 慢车道路线图：通过数学方式理解

如何在慢车道创造财富？揭示它的方法（和弱点）需要分解，将其策略解构成数学，也就是用财富公式来表示。换句话说，你要揭示这个计划对于财富的理论限速，财富是由两个变量决定的：一是主要收入来源（工作）；二是财富加速工具（市场投资）。这两个变量决定了慢车道财富公式，并控制其创造财富的能力。

财富＝（主要收入来源：工作）＋（财富加速工具：市场投资）

该公式考虑了各种因素，可简化为：

财富＝工作收入＋投资收益

主要的收入变量（即工作收入）本身有两个变量，这取决于你的工作状况，既可以是：

工作收入＝每小时时薪×工作时长

也可以是：

工作收入＝年薪

投资收入的来源是市场投资，这是一个通用概念，就是今天你在股票市场投资×美元，过几十年后今天的×美元将增值到×百万美元。在第12章中，我将研究慢车道的数学构造，指出其真正的缺点。届时你会发现，为什么社会计划、你父母的计划、媒体计划和那些大师的计划其实是可怕的财富策略。

## 你在周末出卖灵魂吗

你的灵魂价值要比一个周末更值钱。慢车道制度化会导致盲目和平庸。

2007年1月的一个寒冷清晨，在华盛顿特区的一个火车站，有个小提琴手演奏了巴赫的6个经典作品。这个小提琴手不同寻常，而且他的小提琴也非同一般。这个人就是隐姓埋名的约书亚·贝尔（Joshua Bell），一个伟大的音乐家，早些时候他在波士顿音乐厅演奏的夜间音乐会门票近100美元，而且顷刻便会销售一空。约书亚在早晨上班高峰期间，用价值350万美元的小提琴做了一场演奏，当时大约有2000人从这里走过，大部分都是赶着去上班的人。

他持续演奏了45分钟，中途只有6个人停下来简单地听了一下，没有形成围观的人群。大约有20个人给了他钱，但又脚步匆匆，继续向前。当他演奏结束时，这个繁忙的火车站除了拥挤之外，寂静无声。没有掌声，没有围观人群，没有一个人理他。

这个实验由《华盛顿邮报》（*Washington Post*）一手策划，目的是揭示那些令人难以置信和不安的事情。即使是世界上最伟大的音乐家，也无法在忙忙碌碌和冷漠的人面前焕发光辉。难道你为了养家糊口变得如此麻木吗？难道你已经完全被生活所控制了吗？你已经被星期一到星期五的工作操劳蒙蔽了双眼吗？难道你面前的任何美好事物都变得黯淡无光了吗？那些乘坐火车上下班的人就像僵尸一样来来往往，除了浑浑噩噩地上班，他们对那些华丽的荣光熟视无睹。然而，如果这个实验发生在星期六，它的结果会有什么不同呢？

这个故事暴露了慢车道的弊病：当你的生活只是为了一份薪水，你就有可能被蒙蔽在生活本身当中，正如你在繁忙的火车站匆匆而过。生活不只是在星期五晚上开始，一到星期一就关上大门。

## “终于熬到周末”：慢车道是温床

最近一个朋友责备我，因为我拒绝在星期六晚上和他出去。“你疯了吗？这是星期六晚上！”他带着哭腔说道。我告诉了他一些走慢车道的人不明白的事情：对我来说，每天都是星期六，因为我没有卖掉星期一到星期五的时间。

财富源自3个“f”：家庭、健康和自由。财富自由的价值体现在星期五晚上，那是我和朋友天马行空地畅所欲言并分享快乐的时刻。我们坐在酒吧的露台上，听到几个顾客在诉说衷肠，纵情地进行心灵的对话。酒吧里完全感受不到任何经济衰退的迹象。嘈杂中，我问我的朋友：“你听到了什么？”

她说：“我听到的是人们在欢庆一个美妙的时刻，他们在庆祝。”我继续追问：“为什么？”

“什么为什么？今天可是星期五！”她不解地说道。

我进一步和她探讨：“星期五有什么特别的？如果我们在星期一来到这里，这个地方将是空的，听不到庆祝的声音。为什么星期五和平日完全是两个样子呢？”

她因为我自相矛盾的盘问陷入僵局，“嗯……他们应该是在星期五得到薪水吧？”她自嘲地说道。

我给出了答案：星期五晚上之所以热闹非凡，是因为人们在庆祝他们的交易收益：用5天的工作束缚换取2天的自由。星期一到星期五的工作是为星期六和星期日的自由买单，而星期五晚上则意味着两天自由的到来。因为星期一到星期五被出卖给了别人，所以“终于熬到周末”的想法才会存在。

## 60%的负收益：慢车道惨淡的回报率

最终，你把灵魂卖给了星期一到星期五，用星期六和星期日作为薪水来补偿。是的，今天你给我5美元，作为回报明天我给你2美元，这是5对2的关系，对吗？今天你给我5个面包，我明天给你2个，你不干？为什么？这是一个亏本买卖！

希望你能认识到，在任何交易中，5对2肯定不是好的回报。5对2的投资回报率是-60%。如果你的投资回报率为-60%，你很快就会破产。有什么样逻辑的人会接受这样一个可怕的交易呢？

不幸的是，你现在已经这样做了。当你接受慢车道路线图，将其作为你的策略时，你就接受了5对2的回报。你被工作奴役了5天，以换取周末2天的自由。是的，星期一到星期五被出卖给了星期六和星期日。当货币收益率是-60%时，人们会断然拒绝，但是换成时间的话，人们却乐此不疲。

如果你有孩子，你一定会质疑这个问题的合理性。孩子在星期一和星期二长身体，我听说他们在星期三、星期四和星期五也长身体。是的，他们不会等到周末才长身体。当小米兰达（Miranda）第一次学会讲话、第一次学会走路、第一次学会跳舞的时候，她不会关心你是否在休斯敦参加季度经理会议，不要等到周末再去关心孩子的成长和家庭关系。当你进行5对2交易的时候，猜猜看，发生了什么？孩子都长大了，你也早已人过半百。

被时间奴役的人们眼睁睁地看到自己的自由、家庭和亲情关系在分崩离析。时间管理不善的原因，就是因为慢车道是以时间为前提的。5天奴役，2天自由，显然不是一个好的交易，除非你在一个回报更好的系统中交易你的时间。如何取代5对2的生活，让5对2的交易拥有更高潜力的性价比？像1对2或者3对10？假如你了解到5对2的交易可以逆转为1对10的时候，你还会坚持5对2的交易吗？难道那不是一个投资的机会吗？

我也曾执行过慢车道计划，我做的是7对0的交易（我一周工作7天，没有休息一天），因为我充满梦想。在不久的将来，我会得到一个更好的回报率，而不是花上40年。我控制着自己的命运，最终我投资的时间交易产生了40年的红利。现在我的回报是0对7。我每周工作0天，获得7天的自由。可悲的是，如果你还是徘徊在慢车道上，你就需要做出选择，要打破-60%回报率的桎梏，因为它使你的自由受到限制。记住，财富的定义是自由，不信请看看星期五的晚上，人们是如何因为得到周末休假的自由，而去庆祝推翻慢车道专政的欢庆场面。

## 生活常态对平庸的谴责

由莱昂纳多·迪卡普里奥（Leonardo DiCaprio）和凯特·温斯莱特（Kate Winslet）在2008年主演的影片《革命之路》（*Revolutionary Road*），出色地展现了慢车道的死亡结局。一对年轻的夫妇生活在郊区，经历着生活的反反复复：丈夫每天早上按时上班，和一群同龄人一样，是个无聊的上班族，他的妻子是一个完美的家庭主妇。他们内心都知道哪里不对劲，想去修正和解决，但后来都接受了平庸。为了慢车道计划，他们放弃了自己的梦想。在这部电影中，我们见证了他们如何选择试图逃离，然后又经历

危险的后果。

问题是，我们都被洗脑，已经接受慢车道路线图，并视之为正常。这个错误的路线图在生命的早期有着强大的号召力，对于“平民百姓”来说，这意味着财富，而且听起来很合理。像我们这样的人不可能通过做职业球员、歌星或演员来致富，所以对我们来说只有慢车道。对某些人而言这也许是好事，但对其他有着伟大梦想、目标和想法的人来说，这个计划并不符合要求。

下面是从快车道论坛中摘取的一个慢车道故事：

“在致富的过程中，我的生活非常糟糕。5年前，我一无所有。转眼间，我已跨过了30岁，那时我认为靠薪水根本没有办法活下去，我发誓要变得有钱。为了这个目标，我又找了第二份工作，把这份工作挣到的钱都存下来，用第一份工作的钱来支付我的生活费用。基本上，为了省钱，我最近的5年是这样的：

·租住在一个不到10平方米的廉价房间。

·使用公共交通工具和摩托车代步。

·几乎每天工作，没有休息日。

·节衣缩食。

·从不为自己或妻子买“好玩的”或精致的东西。

·几乎从不外出享受生活。

·在5年里我通过节衣缩食存了5万美元。2007年10月，道琼斯指数暴涨，我错失了一个净赚3万美元的良机，否则我还能多存点儿。

·我已经达到了一个临界点。5年时间，长期生活在一个监狱牢房大小的房间里，头脑被工作搅得麻木了。我觉得我的生活就是关在一个监狱中。我省钱的方式便是以牺牲精神健康和正常人的幸福为代价。我的直觉告诉自己不能再这样活下去了。”

走慢车道的人接受节俭的生活，也心甘情愿地接受监禁生活。这些人的生活是令人敬畏的还是平庸的？他会实现梦想吗？慢车道计划放弃今天的幸福，去追求遥不可及的未来财富承诺。我不认同“退而求其次”的策略，这就是为什么慢车道容易使人平庸。生活不一定是大富大贵，但也不至于那么糟糕。生活是美好的，但你得换一个新的路线图来替换慢车道。

本章小结：助你踏上快车道

※慢车道是对人行道的自然修正，它需要承担责任并问责。

※当你年轻、有活力和能力的时候，拥有财富是最好的体验，不要等到垂暮之年的时候才拥有财富。

※慢车道是一个需要花费几十年才能成功的计划，通常需要在工作中具有过人的能力。

※对于走慢车道的人来说，星期六和星期日就是支付给星期一到星期五的薪水。

※在慢车道，你投入的时间收益率为-60%，也就是5对2。

※在慢车道，5对2的交易收益一般是固定不变的，因为一周工作5天就是标准的工作时间。

※慢车道预设的目的地是平庸。生活不一定大富大贵，但也不至于那么糟糕。

# 第11章 不平等的交易：你的工作

每天一心一意地工作8小时，你可能最终会成为老板，然后每天工作12小时。

罗伯特·弗罗斯特（Robert Frost）

## 我上了5年大学，就是为了一个电话本吗

大学毕业前，我做过几个见习职位。有一个我至今记忆犹新：在芝加哥的一家大保险公司做基层职位。在向我们介绍公司的特色服务时，公司招聘人员告诉我们所期待的事情：

“那边的位置（指着面向大海的房间）是留给我们的新员工的。说实话，这项工作刚开始的时候是很难的。我们会给你3样东西：一张桌子、一部电话和一个电话本。你每天要花10小时进行电话营销，来建立你的客户关系。我知道这项工作不吸引人，但回报嘛……”

他所说的回报并不是很合理，而我却表现出了极大的兴趣，表现得很开心，表现得乐于接受。其实我是在演戏。心想，我花了5年时间读大学，到头来就是坐在一个小隔间里，拿出该死的电话本向比我年长的人打电话推销吗？你是在和我开玩笑吧？早知这样，我在中学就可以做这一行，而不需要花好几千美元上大学攻读学位。然而，我对拥有一个诱人的基础工资、杰出的401K保险和顶级健康计划的工作机会垂涎不已。如果我拿出该死的电话本打电话推销，这不是为我的老板，而是为我自己。

## 工作：训化成常态

如果你想逃离慢车道，快速地找到财富和自由，你得把工作扔了。打工之所以差劲，是因为它基于有限的平衡和控制。当然，你可以有很好的工作（同时也是有趣的工作），但是在财富范围之内，你迫切地需要这两样东西。下面的6个现象是慢车道的核心，它们将告诉你为什么财务计划不应该以工作为中心。

## 现象1：花时间去换钱

是谁告诉你花时间去换钱是一个伟大的想法？为什么这个想法逐渐转化成为一个误区？如果你被工作所束缚，那么你正在做的事情就是用你的时间（生命）来换取几张纸币，而这些纸币能给你带来自由。你出卖你的自由

再去获得自由，看出问题了吗？

打工吞噬着你的时间。在一份工作中，时间交易是你如何赚钱的核心，基于5对2的工作是可怕的。请听我说，时间不能等同于生活。在一份工作中，你不能卖掉你的生活换钱。如果你工作，就得到报酬；如果你不工作，就得不到报酬，是谁在主导这场交易？

表11.1分别列举了不同的职业需要花多长时间才能赚到100万美元和存100万美元。如果你拼命省钱，每年拿出收入的10%存起来，计算你存下100万美元所花的时间还要将年平均工资乘以10%。那么你能活到300岁存下区区100万美元吗？

表11.1　不同职业赚100万美元和存100万美元所花费的时间

| 职业 | 年平均工资（万美元） | 赚100万美元所需时间（年） | 存100万美元所需时间（年） |
|---|---|---|---|
| 酒保 | 1.6 | 61 | 625 |
| 理发师 | 2.2 | 47 | 454 |
| 汽车修理工 | 3.4 | 30 | 294 |
| 木匠 | 3.7 | 27 | 270 |
| 秘书 | 3.8 | 27 | 263 |
| 老师 | 4.6 | 22 | 217 |
| 警务人员 | 4.8 | 21 | 208 |
| 建筑师 | 6.4 | 16 | 156 |
| 物理治疗师 | 6.6 | 15 | 152 |
| 兽医 | 7.2 | 14 | 139 |
| 软件工程师 | 8 | 13 | 125 |
| 药剂师 | 9.5 | 11 | 105 |

注：表中为四舍五入后的数字。
资料来源：美国劳工统计局的统计数据、安东尼·博尔德罗马（Anthony Balderrama），以及CareerBuilder.com

无论你是否工作，你都会有报酬，难道这样不好吗？你在睡觉时赚钱，在上厕所时赚钱，躺在海滩上也能赚钱。为什么不在时间推移中获得报酬呢？为什么不是让时间为你工作而是正好相反呢？真的有这种机会吗？是

的，但它绝非来自慢车道。

## 现象2：经验受限

我在创业2个月的时间里学到的东西，比在10年无聊打工时学到的还要多。问题是，在打工中学到的那套专门技能，只能在有限的市场需求中才有价值。你只不过是多级齿轮中的一环。如果齿轮过时了或废弃了，你的运气可想而知。

举个例子，成千上万的汽车工人面临流离失所，因为他们的工作被外包或被机器人取代。经验并没有助他们一臂之力，反而阻碍了他们的发展。你还记得打字机吗？知道打字机修理工现在都在干什么吗？股票经纪人又何尝不是如此呢？还有旅行代理人等。许多落后的工种正在远离时代潮流，你的技能可能下一年就没有用了。

通常，工作经验是系统化工作的核心，被日复一日，一遍又一遍地重复。初学者在学到经验后，工作就变得刻板乏味，这时就需要积累新知识，如果一项工作限制了学习，就等于敲响了丧钟：为了赚钱而出卖生命。

经验也来源于你的生活，而不全是来源于你的工作。你不需要非得通过工作来获得经验。

问问自己：哪个经验更重要？是一个养家糊口支付你账单的工作经验呢？还是一个能为你提供终身自由，不必再出去求职的工作经验（可能会失败）呢？

## 现象3：无法控制

打工就像坐在一张放在皮卡货车厢中的床上。你在恶劣的车厢里遭罪，而卡车司机坐在舒适的驾驶座上。如果路况变糟，你会被颠来颠去，甚至会被颠到车厢外。正如坐在货车厢里没有控制权一样，在你的财务计划中，出现这种放弃控制权的“策略”是极其愚蠢的。如果你无法控制你的收入，你就无法控制你的财务计划。如果你无法控制你的财务计划，你就无法控制你的自由。

数以百万计的人员投入就业大军，他们相信工作是支撑自己的核心。没错，工作是能够支撑你的生活，但是你的目标只是“支撑”吗？你是想要财富还是平庸？你的致富梦想很可能被解雇现实敲醒，你这是在赌博。你的工作既不会带给你安全保障，也不会给你带来安全感。

## 现象4：办公室政治

我的家人中有人是终身雇员，我很清楚他们遭遇的考验和磨炼。尽管过去几年我做过十几份不同的工作，但我发现所有工作的办公室政治都是一样的：某人和老板上床求得保护伞；吉姆懒惰，却是有功之臣；琳达有口臭，但大家都不敢告诉她；莱西经常迟到和早退；贺拉斯偷吃食物，每天都穿同一件运动夹克；李斯特连复印纸都懒得换。这是同一个故事，只不过是不同的人，在不同的时间，位于不同的办公室。

不管你在哪里工作，办公室政治都发挥着重要的作用。舞台不同，但演员是相同的。而不幸的是，作为一名员工，你身处这样的工作环境中，就必须学会玩政治游戏。你不得不学会听话，或者面对同事或老板设下的圈套。

我记得有个朋友在下班后抱怨，她所在的公司环境等级森严，每一件事都要经过一个循环。如果你有一个想法，你得先把它发送给你的上级，你的上级再把它发送给他的上级，然后交给律师，律师看完后再把它交给自己的上级做批复，待律师的上级审核后再返回意见，如此这般。在这个想法到处漂流的时候，可能早已时过境迁而变得没有价值了，也有可能其他4人都声称这个想法是他们想出来的，这个乱成一团的复杂关系几乎让你崩溃。在办公室进行政治斗争，唯一的防御方法就是控制游戏的主导权，要做到这一点，你必须是老板才行。作为老板，你不仅需要掌握游戏的控制权，还需要拥有它。

## 现象5：高额税收

“优先支付给自己”是慢车道倡导的观点。问题是，在工作中这几乎是不可能的。地方、州和联邦政府的税收很重，它们要靠你的收入来征税，你可以选择缴纳401K保险和个人退休账户（IRAS）去避税，但额度是有限的，你只能豁免收入的10%，而且这个数额到16500美元封顶。如果你不懈努力出卖你的生活，有朝一日升职到公司管理层，你收入的50%还没装进你的钱包就被征税了。作为一名员工，你立即收到“最后付钱给自己”俱乐部的邀请，是的，即使你不情愿，邀请函也会送到你的手中。如果你选择了“最后付钱给自己”，别人都会拿到你的钱，不要期望能快速积累财富。

## 现象6：收入独裁

你的老板有没有给你10倍的加薪？想象一下这个场景：在你的印象中，你对公司的贡献明显多于公司给你的薪水，于是你自信地走进老板的办公

室，要求加薪。“我给这家公司带来价值，我很可靠，极少生病。”

你的老板显然是防守姿势，交叉双臂，歪着头看向天花板，躺在红色老板椅上身体向后倾。你深吸一口气，决定赌一把。“因此，先生，请给我10倍的加薪。”

你的老板嗓子里会发出咕噜的呻吟，他身体突然向前倾了一下，结束了后倾的坐姿，将双手锤在办公桌上。“什么，开什么玩笑？我很忙！”他开始搪塞起来。你回答说：“没有开玩笑，我是认真的。我每小时才赚9美元，我想要时薪提高到90美元。”“这怎么可能呢？你会一无所获的，就像这样。请离开我的办公室，不要浪费我的时间，如果你赶紧离开的话，我还不会解雇你。你的要价太离谱了！”你无语了。毋庸置疑，老板根本不想给你10倍加薪。

这种情况永远不会发生。作为一名员工，你要求的加薪不可能超过10%，更不用说10倍。作为任何一家公司的员工，你的价值是强行规定的，而且不能被推翻，工作只是一个有限的财富分割符号。

工作将你的命运交给了一个不平等的交易：5天的工作换来2天的自由，并且给你造成各种影响。它会带走你的控制权，迫使你与不能忍受的人一起工作，通过税收使你最后得到报酬，剥夺你对收入的议价权。这些限制和快速致富都是背道而驰的，你还想要一份工作吗？

本章小结：助你踏上快车道

※一份工作，就是你用你的自由（以时间形式）获取自由（以金钱形式）。

※经验是在行动中获得的，这和行动的环境没有关系。

※当你控制不了你的主要收入来源时，财富积累就会受阻。

# 第12章 慢车道：你为什么不富有

应该有人告诉我们，在我们的生命之始，便已走向死亡。我们可以将生命活到极致，充分利用每一天的每一分钟。就这样做！无论你要做什么，现在就做！明天是有限的。

米歇尔·兰顿（Michael Landon）

## 暴露慢车道缺陷

如果你的致富策略是慢车道，我几乎可以肯定你不会富有。我为什么能这么肯定？很简单，因为慢车道策略基于的是不可控的有限平衡。请记住这个重要的概念——如果你的计划是慢车道，你将永远不会致富。

不可控的有限平衡证明了慢车道是毫无出路的。你怎么可能在慢车道上致富呢？你得到一份高薪工作，存钱，省吃俭用，投资股市，就这样重复50年。如果你将此策略放到数学结构中，你就会发现，定义该计划的变量既无法控制，也无法达到平衡。

## 不可控的有限平衡

为什么不可控的有限平衡如此严重呢？为了积累财富，你需要大量的钱。为了获取金钱，你需要两样东西：一是控制；二是平衡。在慢车道上这两者都不存在，当你将慢车道策略放到数学公式或者财富领域进行逆向操作时，真相就会暴露无遗。揭开策略背后的数学秘密，你就会发现它的弱点！

当慢车道策略被拆解为公式后，你会发现有两个变量：一个是“主要收入来源”，它定义了如何获得收入；另一个是“财富增长”，它定义了如何积累财富。走慢车道的人的主要收入来源是靠“工作”，而财富增长则来自401K保险和共同基金等类似的“市场投资”。把它们合并在一起，就会得到走慢车道人士的财富公式：

财富＝工作收入（主要收入来源）＋市场投资收入（财富增长）

按照这个计划，来自工作的收入就足以支撑现有生活方式和市场投资。然而，为了揭开该计划中“不可控的有限平衡”之谜，我们有必要先从工作变量开始，深入考虑这些变量因素。

## 财富的守护者：内在价值

在工作中赚的钱应该是多少？是你的内在价值。

内在价值是由市场地位决定的，是你为了赚钱所付出时间的代价。它是你在工作中获得的，代表了对于你所提供的工作，有人愿意支付你的价钱。其衡量单位为时间，按照每小时或者每年计算。如果你在附近的烧烤店做烘烤汉堡包的工作，每小时挣到10美元，那你的内在价值就是每小时10美元；如果你是一名会计，年薪12万美元，那你的内在价值就是每年12万美元。

工作收入（内在价值）＝时薪×工作时长

或：

工作收入（内在价值）＝年薪

请注意，内在价值是以时间为单位衡量的。这个“时间部件”是慢车道上阻碍你创造财富的第一个元素。你能控制时间吗？你能调节时间杠杆吗？你不能，你一天的时间就只有24小时。如果你每小时赚到200美元，你也不可能每天奇迹般地工作400小时；如果你每年赚到5万美元，你也不可能奇迹般地工作400年。时间是有限的。

对于小时工来说，时间的上限是24小时，你们还指望得到什么？没有什么能改变这个限制。理论上你可以拿出24小时的时间来换取收入，没有更多的时间。当然，一天工作24小时，对于一个人来说是不可能的，人们一般每天只能工作8～12小时。

对于工薪阶层而言，限定也是一样的。你工作的年限不可能超过正常的预期寿命。这种时间交易的上限是多少？40年？50年？在人类可记载的历史中，没有人曾经工作过1万年。无论你是按小时还是按年获得薪水，这都不重要，你是不能控制工作时长的！

不妨想想，是12大还是50大？这些数字能创造百万富翁吗？不会的，它揭露了为什么一份工作所包含的数字对财富有阻碍作用：你的时间局限在很小的数字中，你无法改变它。

“工作时间”或“年薪”都是数学计算中的问题，因为它们是基于时间的测量，你无法控制或操纵它们。数学不会说谎，12永远小于100万。如果调节杠杆受到了限制，那么财富创造同样会受到限制。拿着微薄工资的工薪族不会成为百万富翁。

有限平衡背后是另一个腐蚀财富的杀手——缺乏控制力。你能控制你的雇主吗？你能控制你的薪水吗？你能控制经济吗？你一年可以赚5万美元，第二年银行存款会达到5000万美元吗？你能控制你工作的任何事情，哪怕给你4%可怜的加薪吗？你也许认为你可以跳槽，但你很难做到。你的控制力很弱，甚至毫无控制力。

## 复利："他们"不告诉你的事情

慢车道财富公式中的第二个变量是"财富增长"，它来自市场投资，例如共同基金、401K保险以及被那些专家和金融顾问吹得天花乱坠的传统投资项目。这些投资所采用的财务策略被称为"复利投资"，在数学结构中被概括为在长时间内的利息积累。复利被所谓的大师鼓吹得实在令人作呕：今天你投资1万美元，过40年后其价值连城。一个月投资250美元持续50年，等你退休时就非常有钱！复利如果使用正确，将是财富的一个强大盟友，但如果将它用在慢车道上，就会让你的财富之旅缓慢爬行。为什么？同样可以利用数学公式来解释，答案就是"时间"。

通过复利投资创造财富需要时间投入，而且需要大量的时间。就像工作一样，复利、市场投资（如共同基金和401K保险）不能利用杠杆调节，也无法控制，它们创造的财富全靠数学公式。因为你在一份工作中的收入是以时薪或年薪来衡量，复利的财富增长过程也是以时间来衡量，其计算公式为时间（年）乘以年化收益率。让我们再重温一下财富慢车道的数学公式：

财富＝工作收入＋市场投资收入

＝内在价值＋复利

进一步地，

$$\text{财富}=[\text{时间}\times\text{时薪或年薪}]+\text{投资总额}\times(1+\text{收益率})^{\text{时间}}$$

如同工作收入，复利的缺陷在于同样受到时间的限制，那些时间是在与你对抗，而不是为你工作。看看表12.1，它表明了10000美元的投资和复利的影响。

表12.1　10000美元的投资和复利的影响　（金额单位：美元）

| 投资额：10 000 | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 时间（年） | 收益增长率 | | | |
| | 5% | 10% | 15% | 20% |
| 5 | 12 763 | 16 105 | 20 114 | 24 883 |
| 10 | 16 289 | 25 937 | 40 456 | 61 |
| 15 | 20 789 | 41 772 | 81 371 | 154 |
| 20 | 26 553 | 67 275 | 163 665 | 383 376 |

（续表）

| 投资额：10 000 | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 时间（年） | 收益增长率 | | | |
| | 5% | 10% | 15% | 20% |
| 25 | 33 864 | 108 347 | 329 190 | 953 962 |
| 30 | 43 219 | 174 494 | 662 118 | 2 373 763 |
| 35 | 55 160 | 281 024 | 1 331 755 | 5 906 682 |
| 40 | 70 400 | 452 593 | 2 678 635 | 14 697 716 |

一个慢车道大师鼓吹投资10000美元，年收益率增长为15%，过40年后其价值超过250万美元！万岁！

但他们不会告诉你，15%的年回报率是不可能的，除非你遇到的是伯纳德·麦道夫（Bernard L.Madoff）的对冲基金或查尔斯的庞氏骗局。他们不会告诉你，40年后你还会不会活在世上，即使你还活着，那么你离步入天堂那一天也不远了。他们不会告诉你，40年后你的250万美元可能只值今天的25万美元，那时候一加仑（约3.785升）牛奶就要卖12美元。他们不会告诉你，这种财富增长的方法他们自己并不用。他们不会告诉你的事情还有很多，但你相信他们应该没有问题。

为了让复利生效，你需要注意以下3点：

·以年为单位来衡量时间。

·获得不错的年化投资收益率。

·投资的总金额。

这3个变量构成了慢车道财富公式后面的部分：

$$复利＝投资总额\times（1＋收益率）^{时间}$$

这是一个复杂公式的简化版，分析的要点在于它的可变部分。复利要求你的年化投资收益率达到10%，祝你在40年内一直好运。难道之前的市场没有在一年内下跌过20%吗？甚至40%？当然有过，一旦这种情况再次出现，你的血汗钱就会一夜蒸发。

综上，通过复利完成财富增长的模式是有缺陷的，因为其变量本身有缺陷，无论是时间还是收益率都无法控制。

你能要求你的投资收益增长20倍吗？你能要求你的投资时间跨度从标准的40年增加到400年吗？同样，你对这些数字也无法进行控制。你的投资时间跨度上限是50年。年化收益率也很一般，6%、8%或者10%，这就是典型的标准。在你的一生中，时间有着严格的限制，收益率也受到市场投资平均收益率的限制，而且投资总额也是有限的，因为你通过工作获得的收入是有限的！唯一可以颠覆复利公式弱点的方法，就是从大笔投资开始，然而大笔的钱是需要杠杆的。

此外，你也无法控制复利。你能要求银行向你支付25%的存款利息吗？你能控制经济吗？你能控制股票市场的平均收益率吗？简直就是开玩笑！在这个公式中，即使你竭尽全力才找到一个最好的投资方案，也不过比现在多出1%的收益率，除了这你还能控制什么？你无能为力。

## 为什么共同基金和401K保险不会使你致富

2008年，我参加了一家大经纪行组织的固定收益投资研讨会。固定收益的投资工具都是政府债券和企业债券等，大约有50人参会。我看了看这些人，其中有头发花白的老者，有杵着拐杖坐着轮椅的人。我是房间里最年轻的人，糟糕！我一个30岁出头的人怎么混迹到退休老者的队伍里了？

屋子里的人都是慢车道成功故事的主人。他们用时间去积累财富，最后收获的是年龄变老。我从没说过老年人是小气的一代，但很明显：复利（401K保险、共同基金和股票市场）不会让你的财富快速增长。

根据市场研究公司哈里森集团的研究结果，只有10%净资产在500万美元以上的富翁声称他们的财富来自被动投资。该研究没有透露出年龄数据，但你可以猜测得出，这10%的人群中没有一个人是在30岁以下。

想想看，你曾见过一个大学生有钱后去投资共同基金或其雇主的401K保险

吗？2006年买入政府债券，2009年就退休的人是什么样的人？驾驶120万美元汽车的家伙，他的财富难道是因为基金组合做得很成功吗？

这些人是不屑于做那些投资的，因为年轻的富豪们决不会看中8%的回报，他们要的是8倍的回报！你的财富可曾在一年中增长8倍？也许不会，但我的财富就做到了，因为我并没有被慢车道财富公式束缚。我财富增长动力不是来自股票市场！

然而，你已经完全被驯化了，相信这些工具会加速你的财富增长。共同基金、股票、债券、401K保险、定期定投策略和复利，这些都是慢车道财富增长的敷衍把戏。不幸的是，它们既无法控制也没有杠杆作用，它们是无能的财富增长工具。

## 买入并持有策略很难成功

在大学里，有人就向我传授过，“买入并持有”是成为百万富翁安全的投资策略。购买实体公司的股票，坐等几十年，然后期望拥有数百万美元的财产。他们会把一张图表推到你的面前，“1955年在XYZ公司投资1万美元，今天市值已经飙升到500万美元！”谢天谢地，我不关心这件事。

1997年，我在一家大型投资公司存入1000美元开了一个罗斯个人退休账户，并投资了成长型共同基金。没错，我委托“专业人士”代我管理它。在过去的10年里我都没有碰它，我差不多忘记了这个账户。

在那之后的10年，我沿着快车道路线图并且利用快车道战略，赚取了超过1000万美元的财富。那个多年前开通的罗斯个人退休账户现在如何了？我从来没有碰过它，就让它在慢车道的低潮中慢慢涌动吧。今天它的账户价值只有698美元，加之通货膨胀，实际购买力只有500美元！如果这样的话，存钱罐比它效果更好。如果我投资了100万美元，我的损失会超过400万美元。这就是走慢车道的人奉若神明的财富武器吗？滑稽至极！数以百万计的人崇拜慢车道路线图并视“买入并持有”为主要的行车路径，这条道路需要耗时几十年，危机四伏，而且很少能抵达财富彼岸。

最近我听到有一个慢车道预言家通过引用以下陈词滥调，宣扬缓慢致富是富有成效的：如果你在1940年年底拿出了1000美元投资标准普尔500股票，2011年的市值是1341513美元。下面让我们来检验一下这个说法。

·1940年假设你是21岁。

·1940年你以某种方式得到1000美元，这在今天价值约为15000美元。

·你把1000美元投资到了标准普尔股票。

祝贺你！2011年时你已经91岁高龄，拥有1341513美元。或者如果你在出生时幸运地得到了1000美元，你现在是71岁！是的，伙计们，是时候激动一下了！缓慢致富将使你富有！姑且忽略你74岁的预期寿命，我保证你定会是坐在配备了镀铬轮辋的轮椅上享受财富。为什么会有人对这种垃圾信息感到兴奋？

## 慢车道和时间背道而驰

复利和打工都罹患相同的疾病，它们过量消耗你的时间并放弃控制。在慢车道财富公式中，这两个变量是通过工作中对时间的交易，或者在市场投资中通过时间对金钱的交易来确定的。时间俨然成为财富的关键因素，它在数学方面受到限制，毕竟人的生命是有限的，一天只有24小时，一生约有50年的工作时间。是的，致富是时间的函数。除非你能长生不老，否则这种关系是很愚蠢的。为什么？因为你出卖你的时间，就是在出卖自己的财富。

假设拿出你工资的5%去储蓄，每年将获得8%的投资收益率，我们暂不考虑税收和通货膨胀的因素。

·工资25000美元/年，储蓄1250美元/年，投资期超过40年，年收益率为8%，投资收益为362895美元。

·工资50000美元/年，储蓄2500美元/年，投资期超过40年，年收益率为8%，投资收益为725791美元。

·工资75000美元/年，储蓄3750美元/年，投资期超过40年，年收益率为8%，投资收益为1088686美元。

·工资100000美元/年，储蓄5000美元/年，投资期超过40年，年收益率为8%，投资收益为1451581美元。

·工资150000美元/年，储蓄7500美元/年，投资期超过40年，年收益率为8%，投资收益为2177132美元。

不要迷恋数字，这些是距离现在40年后的数字。如果你现在20岁，到时候你就60岁了。如果你现在30岁，到时候你将是70岁。如果你现在40岁，到时候也许你早就不存在了。对不起，但是这确实超出了平均预期寿命。

这些用年龄去换取钱和自由的交易就那么有吸引力吗？而且，你是否意识

到这笔钱只值今天购买力的50%？40年前，你买一辆车仅需3000美元，买一个面包只要20美分。恐怕我们还得加上一些假设，例如就业和经济强劲增长，每年能够保证8%的安全收益。但不幸的是，2008年股票市场损失50%的情况也会出现。大师们是不是忘了提这些痛点。

不要想着在手扶拐杖的时候才拥有百万财富，而是要想在你青春年华的时候就财源滚滚。

每一天，人们都会牺牲自己的时间来换取财富。在这里，时间是负债，而不是资产。任何窃取时间和无力带来时间自由的东西都是负债。

在慢车道上，时间就像涌动的泉眼，无止境地奔跑却被消耗掉。不幸的是，人类死亡的概率是100%，生命的终点也是死亡。总有一天，你会离开这个世界的，所以，当你的孩子在成长，你的配偶和瑜伽教练一起欺骗你的时候，希望你生命中60%的时间不是浪费在狭窄的格子间里工作。

## 慢车道计划只是一个希望

慢车道会削弱你的控制力。你读这本书是因为想控制你的财务，而不是将其交给一些公司或股票市场。如果你想变得富有，你必须控制和利用财务计划中的变量，任何没有控制力的财务计划都只会化为泡影。希望我不被解雇！希望我的股票反弹！希望我能升职！希望我的时间不会减少！希望我的公司不会破产！希望终究是希望，希望并不是计划！

慢车道计划受数学公式的桎梏，时间就是监狱长。要想快速创造财富，你必须放弃慢车道公式，放弃它与时间的错误关系。财富是以时间作为资产，而不是作为负债！

然而，走慢车道的人对不可控的有限平衡的反应是可以预见的：他们误入歧途，与变量进行抗争，将其内在价值视为可控的杠杆。走慢车道的人坚称："我要赚更多的钱！"但这只是一场付出高昂代价的徒劳抗争。

**本章小结：助你踏上快车道**

※受不可控的有限平衡制约，依靠慢车道致富是不可能的。

※在慢车道财富公式中，第一个变量是来源于工作的内在价值因素，相当于你生命交易中每个单元的票面价值。

※内在价值是时间的价值，根据市场地位来设定，并以时间为单位来测量，可以是每小时，也可以是每年。

※在慢车道，内在价值不管是否按照时间测量，都会受到制约，因为一

天只有24小时（对小时工而言），人类的平均寿命为74年（对上班族而言）。

※和主要收入来源（工作）一样，慢车道的财富增长工具（复利）也与时间紧密挂钩。

※和工作一样，复利在数学上是徒劳的，你根本无法控制它们。你也无力给市场（或经济）注入强心剂，以求得到不错的回报，年复一年，始终如此。

※由于财富和时间在数学上紧密挂钩，因此它不可能激增。

※时间是你的原始动力，它不应该被用来交易钱。

※对于财富来说，你的时间不应该是消耗性的资源，因为财富本身是由时间组成的。

※因为你的生命有限，从数学角度出发，时间会阻碍财富的创造。

※如果你不能控制财富领域中固有的变量，你就无法控制你的财务计划。

# 第13章 徒劳的抗争：教育

妨碍我学习的唯一障碍就是我接受的教育。

阿尔伯特·爱因斯坦（Albert Einstein）

## 抗衡不可控的有限平衡：教育

对于财富公式中不可控的有限平衡，走慢车道的人的自然反应是，通过教育手段来提升自己的内在价值，从而达到与雇主进行薪水博弈的目的。因为不可控的有限平衡定义了慢车道，提高教育程度就成了走慢车道的人实现薪水升级的唯一变量。我的薪水需要达到6位数！我需要赚更多的钱！所以，可以预见的是，他们会返回学校，拿到一个工商管理硕士（MBA）学位或一些认证证书。他们会说："MBA学位毕业生的收入会增加15%以上！""有项目管理专业人士（PMP）资格认证的起步年薪是12万美元！"

举一个例子，史提夫·安布罗斯（Steve Ambrose）被MBA班录取，他期待着为自己的学历镀金。MBA班的学习费用是4.4万美元，耗时800小时。史提夫认为这双重的费用（时间和金钱）物有所值，因为他预计他的内在价值会提升。在拿到学位后，史提夫希望在竞争激烈的市场和公司里变得更值钱。不幸的是，他仍然在拿自己的时间交易金钱，只不过是以更高的价值，他仍然没有控制力，也无法调节平衡。

还有一个例子，我的朋友参加了一个PMP资格认证培训班，她为此花了5个周六的时间，每次要用8小时，并为此支付了2700美元。她认为PMP资格认证能够提高她在职场中的内在价值。作为一个认证的项目经理，她自称有更多的机会获得更高的薪酬，但这仍然是一种用时间换取金钱的交易。

不管是不是有意识的，走慢车道的人都坚信提升内在价值可以创造财富。想上一所毕业后收入高的大学吗？去医学院吧，成为一名医生。作为一名医生，你的内在价值目前是每小时200美元。你还可以成为一名工程师、一名律师或会计师，还有那些能获得高收入的职业和职位。一般而言，正规的大学教育是为慢车道服务的，其目的很明确，就是为了提高内在价值。向那个内在价值的变量发起挑战吧！

## 不是所有的教育天生就是平等的

通过正规教育来提高内在价值的问题在于，它在时间和金钱方面的投入过

于昂贵。我常听说一些刚走出校门的MBA毕业生，在做着一份高中毕业就能胜任的中等薪水的工作，还要不停地通过努力工作来偿还学生贷款。让你掉入打工境地的债务就不是好的债务。人们专注于成为高学历的人，这对你的自由而言，可能就意味着破坏。

并非所有的教育都是平等的，有些教育会成为你财富之旅中的绊脚石。如果教育让你背负如山的债务，让你的余生和打工捆绑在一起，难道它真的是好的教育吗？如果MBA能让你的工资提高15%，但你得到学位需要支付15年的薪水，这是一个很好的投资吗？

这听上去很荒谬：为了致富你需要攻读一个昂贵的大学学位。这简直是一派胡言。学位不是快车道致富的先决条件，有一些很富有但走快车道的人甚至都没有上过高中或大学。比尔·盖茨、史迪芬·斯皮尔伯格（Steven Spielberg）、理查德·布兰森（Richard Branson）、迈克尔·戴尔（Michael Dell）、费利克斯·丹尼斯（Felix Dennis）、大卫·格芬（David Geffen）、约翰·保罗·德乔里亚（John Paul DeJoria）都中途辍学去追求快车道目标。他们没有被“教育”却都发了大财！

## 慢车道的圈套

花昂贵的学费去接受教育十分危险，可能会使你跌入慢车道的陷阱：过分屈从于教育的奴役。

典型的大学学习过程是掌握从一般知识到专业技能的全套知识。例如，在学习金融学的时候，我会学到那些用于金融决策的复杂数学公式，如“租赁或购买”、“投资回报率”等。这些概念对于交易来说是专业工具，但是会阻碍你对未来的选择。金融系的毕业生总是倾向于在金融业找到工作，比如保险公司、会计师事务所或投资公司。

因为我所接受的教育是基于特定学科的技能，我只能进行有限的选择。如果在我的行业内没有机会，我的教育就会被边缘化，变得一文不值。如果工作只需要较低的教育水平（如学士），而不需要我这么高的学位（如MBA），因为资质过高可能会没有公司愿意雇用我。如果技术不断进步，我学到的技能无用武之地，那么我的教育就会过时，我的社会价值也因此一落千丈。

走人行道的人涉及“生活方式的奴役”，而走慢车道的人涉及“教育的奴役”（自由被教育蛀蚀一空），而沦为工作的受害者。你受的教育能打包票给你一份工作吗？那些高级学位一点也不便宜。根据美国大学理事会（The College Board）提供的数据，现在的大学平均费用（含食宿费）将近6万美元。由于你痴迷于私立学校的威望和名气，你付出昂贵的费用去

接受私立学校的教育。你认为有了名校的标签，你便能挣回一辆法拉利。但这种债务会埋葬你的青春梦想，会把你永久地绑定在慢车道上，甚至更糟糕的是让你退回到人行道。

2007年，《华盛顿邮报》的一篇报道称，根据全美大学生贷款服务提供商新英格兰教育贷款销售公司（Nellie Mae）的统计数据，大学生在高年级的时候，56%的人会有4张以上的信用卡，平均账面余额为2864美元。据公共政策研究和宣传机构Demos-USA.org的一份研究报告，18～24岁年龄段的人需要拿出月薪的30%偿还债务。这个数据是20年前的两倍。高校贷款的一项调查发现，高年级的大学生在临近毕业的时候，平均负债近1.9万美元，而研究生学位者则超过4.5万美元。2007年嘉信理财（Charles Schwab）的调查显示，青少年相信长大后他们的平均工资将达到14.5万美元。这现实吗？拥有大学学位的成年人平均收入仅为5.4万美元，不幸的是，未来并不是那么光明，期望与现实之间有将近10万美元的鸿沟。这种差异或许可以解释为什么年轻人的债务会剧增，因为他们将现实寄托在对未来的预期中。即使我挣不到14.5万美元，但我看起来像是能挣到14.5万美元的人！

没有财富的最好借口是“我没有时间”，为什么没有时间呢？因为你有一份工作。为什么会有工作呢？因为你需要一份工作。你为什么需要一份工作呢？因为你有账单要支付。你为什么要支付账单呢？因为你有债务。你为什么有债务？噢，是这样的，因为你上了6年学，欠下了6位数的学生贷款。

如果你为了拿到高级学位而负债，债务就会成为挥之不去的寄生虫，让你陷入被工作奴役的圈套，你的自由也将消失殆尽。也许你会赚更多的钱，但你要强制自己用工作来避免债务缠身。债务是寄生虫，它非但没有时间自由，还会成为时间的签约奴隶。可悲的是，寄生虫式的债务是无情的，它不会得到别人的同情。无论你欠债3.5万美元是用于购置宝马还是申请学生贷款，总之债务要剥夺你的自由，强迫你成为时间的奴隶。

本章小结：助你踏上快车道

※走慢车道的人试图通过教育手段改变其内在价值。

※签约的时间是你用于谋生的时间，它和自由时间截然相反。

※寄生虫式的债务强制你与时间签约，然后通过打工还债。

# 第14章 大师们的虚伪

以前都说笨人难聚财，现在每个人都这样。

阿德莱·史蒂文森（Adlai Stevenson）

## 你一直在受骗

假设你在大学毕业后逐渐发福，你下决心恢复体形，于是在社区大学报名参加了一个名为“营养健康：吃出美丽身材”的培训班。

上课的第一天，你早早就来到课堂，坐在座位上焦急地等待着上课的老师。几分钟后，一个肥胖的男人走进房间，步履蹒跚地走到教室的前面。你认为，“哇，他很胖，但他可以在这里改变身材，这对他有好处！”当那人汗流浃背地摸索出一沓文件的时候，你瞥了一眼他身边的椅子，担心他能不能坐进去，因为他的体积几乎是椅子的两倍大！

然后，你被令人震撼的现实搞晕了。这个人居然不是学生，是导师！你是在和我开玩笑吗？这个男人根本就不是理想的教学榜样，怎么能教好一个名称是“营养健康：吃出美丽的身体”的课程呢？你看出了问题，于是离开课堂，直奔财务处要求退学费。

当遇到投资大师和财务顾问时，你也必须这样做：离开课堂要求退款，因为他们搞的那套东西是有问题的，与实践严重相悖。

## 实践悖论

“你的那套说教你自己实践过了吗？你自己就是你所教导的一个例证或榜样吗？”

·你会听一个满脸油污的人讲皮肤护理吗？

·你会接受一个破产流浪汉的财务建议吗？

·你会接受环卫工人的医疗建议吗？

·你会听从一个体重只有40千克的羸弱病人的健身建议吗？

实践悖论在我的论坛里是时常争辩的激烈话题。有些人认为致富的说教理论是完全可以接受的，尽管从未用过它。

## 只照我说的做，别学我怎么做

实践中存在一个悖论，有人倡导赚钱的策略，但是这种策略并不会让他自己发财致富。换句话说，自己的刀削不到自己的刀把。这些人有效地传授一个财富公式（慢车道），而他们自己致富的工具却是其他东西（快车道）。

当我看到金融巨头苏茜·欧曼（Suze Orman）指导人们用定期定投策略来投资共同基金组合时，我会听她的指导吗？我才不信她的鬼话呢。当克拉默（Cramer）极力怂恿我购买雷曼兄弟的股票，并说这是一项不错的投资时，我会听从这个建议吗？一点可能都没有。

我为听从这些投资建议的人感到惋惜。我觉得如果这些人去做艺人的话，要比做投资顾问好得多。我对那些可怜人心存怜惜，是因为他们在听了消费者新闻与商业频道（CNBC）一些评论员兜售的股票交易或投资建议后，输掉了自己的退休储蓄。这些人到底怎么了？为什么对自己的财务计划不负责任呢？

你的叔叔受过良好的教育，已经步入不惑之年，他无所不知，甚至包括马头星云中暗物质的分子结构。他有海量的小道消息随时准备传播：股票提示、最新或最佳的投资机会、挣钱的途径。然而，可别忘了，他还在靠那点可怜的薪水度日。

我称这些人为“孤注一掷的万事通”，他们给所有人提出理财和赚钱的建议，可自己却一贫如洗；他们浑身脂肪却靠兜售如何拥有健康的生活来维持生计。听这些人的话只是出于娱乐，而不是建议。好的建议应该来自那些橄榄球场触地得分的人，而不是在第四节就坐冷板凳的人！最好的建议来自四分卫佩顿·曼宁（Peyton Manning），不是德马科。

## 实践悖论是游戏吗

在金钱的游戏中，金钱是记分卡。如果有人告诉你他们如何“得分”，要确保他们披露的是赚钱的真实方法，而不会藏着掖着。可悲的是，得到实用的理财建议几乎是不可能的，因为大多数大师的生活并不是那么回事。是的，理财大师们很少因为自己的建议而有钱，他们有钱是因为自己是走快车道的成功人士，他们从不向外界透露自己的建议和实践相悖的秘密。

上述这些自相矛盾的现象讲的正是你将自己的财务计划委托给了一些虚伪的人。你被蒙上双眼带到了一条他们自己都未曾走过的路上，而他们却安逸地在自己的私人飞机上，一边品香槟一边注视着你。没有人会毫不隐瞒地向你讲述他们通往财富之路的真实故事，而我却会这样做。

慢车道路线图被畅销书作家通过电视、广播和书籍大肆鼓吹，以兜售他们的财务建议。他们兜售的策略其实是一场充满巨大幻想的拙劣闹剧。你有没有认真考虑过，这些人发财是受益于他们的那套说教？他们卖给你的是慢车道，而他们自己走的则是快车道。

让我来假设一下他们在身后伪装的把戏。

第一个人是苏茜。苏茜到处吹捧共同基金、定期定投策略和401K保险。我们可以在许多媒体看到苏茜的身影：广播、电视以及她的著作。她无处不在，常被中介公司大肆炒作。问题来了，苏茜发财是因为受益于自己的建议，如市政债券、定期定投策略和401K保险吗？这些建议可能与苏茜本人创造财富的做法是自相矛盾的，她不通过这种方法致富，却在传授这种方法。难道苏茜通过快车道致富是因为自己走快车道路线图，而将你抛掷在慢车道上吗？她是因为听从自己的建议而身价百万的吗？还是因为她卖了上百万本的书？她的财富公式和她教授的完全相同吗？这些事情还是留给你自己思考吧。

2007年，有一篇报道曾称，苏茜承认自己的大部分财富（约2500万美元）是来自债券市场，主要是市政债券。此外，她承认只有4%的财富投在股票市场，因为“即使我亏损100万美元，我也毫不在乎”。哇，这就是你应该委托并创造财富的工具吗？为什么苏茜能获得2500万美元的养老金？是因为她的建议主导着股票市场、共同基金、个人退休账户和债券吗？或者，她利用快车道路线图，通过快速涌入的净收入聚敛财富，然后把大量财富投入到这些工具中？看来她并没有这样做，她给穷人的建议是通过投资股票市场创造财富。富人利用股票市场是为了获取收入和财富保值，而从不用它创造财富！

下一个例子是大卫。我翻阅过大卫的许多书，被里面数目繁多的慢车道策略搞得身心疲惫：复利表、拿出10%的薪水储蓄、不喝昂贵的咖啡等。我再一次看到了实践悖论那张丑恶的嘴脸。大卫是从他的忠告中发财了呢？还是通过出版11本书，无数次咀嚼慢车道那点破事，直到折腾得你无法忍受后发的横财？

理财大师满足了市场的需求，我不否认这一点。然而，他们神奇的魔法药方是真实的吗？他们之所以有钱，是因为受益于自己吹捧或贩卖的那些东西吗？一旦你熟悉了快车道，你很快会清楚，大师们可能在兜售悖论。难道他们所教导的一个基本的数学公式就会让他们成为富人吗？如果“照我说的做”和“学我怎么做”两者不匹配，你就应该产生怀疑。

我与众不同，因为这本书中的快车道理念让我财务独立。我已经做到了财务自由，拥有漂亮的房子，还有跑车和白金信用卡，我不需要这本书给我

带来这些东西。我在此负责地声明：这本书能使我富裕，我也会利用相同的财富公式教你。换句话说，“照我说的做”和“学我怎么做”是完全一致的。

## 慢车道大师承认失败

在慢车道金融广播节目播出过程中，有一个听众来电咨询：最近几个月的经济衰退吞噬了她全部储蓄的50%，这是她近10年的积蓄。慢车道大师有什么好的建议吗？权宜之计是“坚持这项计划”，即使遭遇打击，也要重新站起来。

换句话说，慢车道大师蹩脚的计划让你遭受失败，而且你已经遭受了11年的失败，但是现在还是要承受。希望经济能够反弹，希望永远不会看到再一次的经济衰退。希望，希望，还是希望。是的，请买我最新的书——《重建》（*Rebuild*）……

经济衰退暴露出慢车道策略的风险，人们要承担毕生的后果。慢车道大师通过兜售慢车道路线图来发财，他们需要你相信慢车道是管用的，他们的财富来自你的信任。尽管目前经济衰退显露无遗，慢车道的先知先觉者们永远不会承认他们的策略是完全无能的，他们反而采取灵活的调整掩盖事实的真相。他们会继续出版一本同样失败的诡辩术新书，冠以新的标题，但内容都是陈词滥调。这些标题如下：

·重建你的财富……

·从头再来……

·再做一次……

请注意言辞和用语的转变，他们开始露出马脚了：如果这个计划真的那么好，为什么你需要“重建”或“重新开始”？如果之前所说的策略奏效了，这样的言辞就没有必要了。为了让游戏继续下去，大师们需要通过新瓶装旧酒，强化同样老套的策略！而更大的问题是：你认为大师们需要“从头再来”或“重建”吗？当然不需要！他们从来不使用自己贩卖的计划！他们身处在一个完全不同的财富世界中，不是基于不可控的有限平衡。

本章小结：助你踏上快车道

※听从一个成熟的并有成功记录的人的建议，他们会秉持原则行事。

※许多理财大师的理论经常与实践严重相悖。他们给别人传授一种财富公式，而自己却用另外的方式致富。

# 第15章 慢车道的胜利——一场关于希望的赌博

我宁愿活在失败的后悔中，也不想后悔从未尝试过。

MJ·德马科

## 慢车道的生活

慢车道的生活是一个需要花费几十年的时间来完成的旅程，它将消耗你毕生的心血，却不会许你任何承诺。是的，从大学毕业，找一份好工作，到把你的钱交给股票市场，服务好你的老板，你可能会得到回报。令我惊讶的是，在今天如此拮据的经济环境下，人们仍然相信它。

有大批的人还在这样做。当我看到慢车道书籍的销售数字时，我傻眼了，竟卖出了数百万本。可悲啊，数百万人误入歧途。他们要在这条道路上前进数年，得到的却是一个遥不可及的承诺——明天会更自由。假设你很长寿，自然令人羡慕。但是，想让生命不让你遭受折磨简直太天真了。为保证慢车道被接受，必须假定生命是可预测的和宽容的。

然而，事实并非如此。你也许会丢了工作，你会生病，你的汽车需要维修，你要结婚，可能会离婚，你会有孩子，并且可能是个需要特殊照料的孩子，你有年迈的父母需要照顾，经济会陷入衰退或萧条……

生活危机四伏，慢车道路线图下了一个危险的赌注，它将消耗你最宝贵的资产——时间。

## 慢车道上的7个危险

人们在慢车道行驶是因为他们被告知必须这样开车。他们认为这样做风险是最小的，也是安全的。毕竟，90%的新业务5年后都有可能失败，所以快车道绝不是安全之地！如果你稍微用一点逻辑去思考，就会发现慢车道的理论十分危险，几乎完全依靠希望和运气。慢车道的假设（已假设了数十年）暴露出了其真正的风险。选择慢车道就是在选择赌博。

**1.**健康风险

慢车道希望你的寿命足够长，这样你在晚年才有时间享受储蓄的成果。记住，当你65岁退休的时候，你会有上百万美元的钱！你会有足够的健康享受它吗？你能活到那一天吗？如果你不工作，你就赚不到钱。如果你不能

工作，这个计划会发生什么？此外，还要避免其他的灾难，希望你的工作压力不要压倒你，你的家人也保持健康。

**2.**工作风险

慢车道希望你的一生都能够被高薪聘用，年复一年地顺利升职。你还要避免被裁员、被解雇、工作技能退化，以及受公司政治、行业周期及糟糕的就业市场的影响。

**3.**房屋风险

房屋被认为是中产阶级财富的驱动力。许多专家强调，“退休后依靠你的房屋净值生活！”“你的房子是一种资产！”他们认为房屋是资产负债表上的资产。慢车道希望房地产价格一直上涨，显然这是错误的。2008年，我的房屋净值暴跌80万美元。我不认为房屋是一种投资品，值得庆幸的是，我并没有依靠它。

**4.**公司风险

没有几家公司是世纪常青藤。如果你将退休寄托在工作、退休金或公司的股票上，你就是在希望公司长期生存下去。你又打了一个赌。许多退休人员的退休金由于公司高层管理不善造成了流失，但是他们发现得太晚了。把财富集中于一家公司股票的人，就要接受公司股票在未来贬值的巨大风险。如果你将你的退休金托付给别人，那么你就等于接受了不可控制的外部风险。当你的财务计划掌握在别人手中的时候，你很可能会失去控制。

**5.**生活方式风险

慢车道要求你安顿好生活，并成为一个守财奴。想要拥有一辆进口豪华车吗？忘记它。想住在海边吗？痴心妄想。如果你无法控制改善生活方式的诱惑（一个漂亮的家、一辆更好的车、一顿更美味的佳肴），慢车道会逐渐减速并另辟蹊径。慢车道希望你从“延迟满足”过渡到“不想满足”。

**6.**经济风险

慢车道希望你的投资能实现8%的可预测年收益率。你必须相信“买入并持有”理论。但是其实你做不到，因为经济萧条时常发生。例如，在2008～2009年，股市下跌近60%。如果你15年积累了10万美元，当时只值4万美元。这相当于拿走了你14年8%的年收益，加起来将近30年的收益！如果

考虑通货膨胀的因素，你的10万美元看上去更像是5万美元！

**7.**人行道风险

走慢车道的人经常有回到人行道上的危险。为什么？希望获得控制权。当你无法控制你的时间，无法控制你的工作，无法控制每周5天工作日的生活，你会觉得自己力不从心。当情感无助时，会滋生出一种驾驭即时的满足感和生活方式的欲望。2008年，《消费者研究期刊》（*Journal of Consumer Research*）的一项研究报告表明，当人们感到无力和失控时，他们会产生一种买东西的强烈愿望，以鼓舞自己。为什么他们会感到力不从心？道理很简单。在慢车道上你放弃了控制，因为时间是受控制的，而通往人行道的大门被打开了。“希望”显然不是计划。

## 抵抗是徒劳的

当你解剖慢车道时，你就会看到它的真面目：它行动迟缓、吞噬时间、充满风险。当一个走慢车道的人意识到计划不奏效的时候，他就会超速行驶。在慢车道上超速就像是将一辆车的油门踩到底，希望通过加速奇迹般地突破限制，而事实上，问题的本质在于赛道而不是油门。一个走慢车道的人无法通过操纵脆弱的数学，让数学变量更加富有延展性。

·通过增加工作时间，操纵内在价值。（我需要赚更多的钱！）

·通过换工作或做多份工作操纵内在价值。（我需要更多的报酬！）

·通过回到学校深造来操纵内在价值。（我需要一个更好的事业！）

·通过寻求更好的投资收益操纵复利。（我需要更好的投资！）

·通过拓展投资时空操纵复利。（我需要更多的时间！）

·通过增加投资操纵复利。（我需要存更多的钱！）

这6种反应都是徒劳的，每一种尝试都企图改变慢车道财富公式无能为力的局面。不幸的是，这样做依然无法打破数学的局限性，而且会造成危险的因果循环。当一个走慢车道的人想赚更多的钱，他就会增加他的工作时间，跳槽到一个更好的工作，或者从事第二职业。当一个走慢车道的人想获得更多的收入，他会重新回到学校进修，希望借此能增加内在价值。当一个走慢车道的人认识到3%的投资回报远不能满足快速致富的需要，他就会冒更大的风险以求获得更大的回报。当一个走慢车道的人眼睁睁地看到他的房产在经济衰退中贬值40%，他就会回去讨论“5年是不够捞回本钱

的”话题。

你无法打破数学的局限性。不管你多么努力地踩油门，一辆最高时速10英里（约16千米）的汽车永远无法以超过10英里的时速行驶。如果你以每小时10英里的速度行驶，你依然需要40年！

慢车道容易让人们变得平庸，因为数字总是平庸的。

慢车道之所以危险是因为它的变量是不可控的，其平衡也是不存在的。不可控的有限平衡真正的含义是：它永远不会让你发财。然而，生活方式是一个走慢车道的人可以有效操纵的变量。不幸的是，这样做很快就会让慢车道的生活变成一种令人厌倦的痛苦展览，最后只能是退而求其次。

## 致富失败：错误的公式加上错误的变数

有时候，走慢车道的人意识到他不能强迫股市给他更高的回报，不能强迫老板给他200%加薪，也不能保证进修更高等学历就可提高内在价值。跳槽只会稍微提高薪水，走慢车道的人受制于数学公式，只能去操纵唯一的可控变量，也就是个人净收入的增加，这可以通过削减费用支出来实现。

个人净收入＝内在价值-个人支出

慢车道大师盛赞这一策略。该策略明确地告诉你：偿还你的债务；放弃购买新车的想法，还是用那辆旧车吧;提高你的保险免赔额;停止使用信用卡，学会用现金支付一切;不要在星巴克购买10美元的咖啡;午餐叫个外卖吧;买东西的时候挑散装货;花4小时收集一些优惠券。“来吧，伙计！削减这些开支吧，总有一天你会富有！”真滑稽！

这些讨厌的策略是困在慢车道上的人惯常的反应。生活方式正在没落，当你和一个错误的财富公式搅在一起，它就是阻碍。这就像是最终你以睡沙发的方式离婚收场。由于财富和时间绑定在一起，你无法控制它，留给你的只有厨房里剩下的废料。生活方式不断没落的表现形式就是减少费用开支。是的，你要成为一个小气鬼。

然而，你又错了，节省费用也不会积累财富。只有获得源源不断的收入并控制费用，才会积累财富。例如，我每月收入10万美元，积累财富的速度就会很快，因为我一直控制着开支。当我的收入以指数翻番的时候，费用呈直线增长。例如，收入增长了100%，费用只增长了10%。如果费用同步增长，那么我就无法积累财富。

当一个走慢车道的人将费用当作变量会如何？生活会变得寸步难行。你连

一次短途旅行都无法实现，你都不能为孩子买一双像样的鞋子，更不能拥有一辆梦想中的汽车，也不能订阅电影频道。没错，你真的在践行那句老话“牺牲当下，投资未来”。

## 慢车道的胜利：名气还是老年病房

为什么要投资一个耗时40年而大部分时间在沉沦的计划呢？我不会那样去做。残酷的现实是，慢车道的失败并不是由于一夜之间出现的故障所致，它倒像是多年来白蚁出没的木棚，当居民终于意识到时，已经太晚了。

2002年，原美国退休者协会（AARP）的一项调查表明，69%的受访者表示他们需要超过年龄退休。一年前，45%的人说他们将要工作到七八十岁。从这个数据我们可以推断出一些令人不安的事实：慢车道的失败率接近70%。

尽管有风险，尽管存在数学的局限性，尽管还是5天工作换取周末2天自由的典型交易，尽管有这一切，你还是会坚定地和慢车道站在一起，试试你的运气。看来胜利是根本不可能的，我需要提及几件事：慢车道赢家通常都是非常有才华的人、老年人或者劳累过度的人。

## 如何战胜慢车道：“秘密出口”

假如你发现慢车道的“秘密出口”，就会公然挑战它，它有一张“逃出牢笼”豁免卡，可以抵消不可控的有限影响力的局限性。这就是慢车道逃生的秘密——名气。名气会打破内在价值的数学限制。我们身边的文化生活中，那些因为成名而无视慢车道的人无处不在——专业运动员、歌手、演员等。如果你想克服慢车道的弱点，你就需要成名。为什么？名气有很高的内在价值，人们会为你和你的服务付出不菲的价格（即使你只是一个没有一技之长的真人秀明星）。一个20岁的篮球运动员，刚刚大学毕业就能签下价值3000万美元的合同；一个演员以1500万美元的薪酬在一个大剧作中担任主演，你可以由此见证他们是如何向慢车道发起挑战的。一个满脸雀斑、体态臃肿的爱尔兰人在《美国偶像》节目中从服务员晋级到决赛，慢车道的局限性会因为他的内在价值瞬间飙升而被撕得粉碎。突然间你会发现，内在价值因为需求逆转，可以进行杠杆调节了。

不幸的是，大多数人在寻求财富的时候都会这样做，他们会借此向慢车道发起挑战，而不是转入快车道。名气是攫取财富明显的薄弱点。为什么《美国偶像》海选场场爆棚？是因为成名的内在价值！当你成为社会公众的焦点时，你可以无视慢车道的局限性，你的社会价值会飙升。如果数百万粉丝追捧你，你就会得到数百万美元的财富。篮球运动员勒布朗·詹姆斯

（LeBron James）就是因为他的技能而在短期内拿到了几百万美元。著名演员和其他艺人的薪酬基本都会超过数百万美元，这是因为数以百万计的粉丝需要一个娱乐品牌。过人的天赋会得到畸形的高薪报酬。

## 劳累加班升迁到企业管理层

另一个备受追捧的慢车道“秘密出口”是成为企业高管。毫无疑问，你听到过慢车道“攀上公司升职阶梯”的重要背书。

当一个企业首席执行官兑现2000万美元的股票期权后，你又见证了一个慢车道挑战者的成功。你一定听说过那些大型公司的首席执行官在拿高薪、赚大钱。你有没有看过他们的年龄？除了创始人和所有者，他们大部分人都已经50多岁或60多岁了。显然，走企业管理的道路不会在一夜之间成功，从收发室门卫做到首席执行官可能会耗时40年。你不可能轻易地做到那个职位，你需要每天从早到晚辛苦工作。对不起，我没有耐心用40年的时间，去等待那“金色降落伞”[1]在我晚年时落到我的身上。

## 走慢车道的成功人士陷入中产阶级

我不想出名，也不想在公司里碌碌无为地混日子，我甚至都无力购置一套正装，何以攀爬公司的职业阶梯？如果你对通过名气和公司升职制度来发财的道路心生厌倦，那剩下的还有什么？社会强制将慢车道作为你唯一的选择。不幸的是，这一策略带着我们直奔“中间”——中产阶级或中年。

每个彩票都有赢家，即使赔率很低也会有赢家！“慢车道老人”（利用慢车道策略最终取得成功的人）艰难走完慢车道路线图后，最终成为百万富翁，但是请你不要拿出廉价的香槟来庆贺。一个慢车道的百万富翁和快车道的百万富翁，就像是别克和法拉利之间的区别。当你认识到这种差异时，你才能正确地发表评论，并正确地区分何谓快车道，何谓慢车道。

## 百万富翁很有钱……是吗

最近我读了一篇文章，是关于一个名叫考利（Callie）的英国年轻女人，几年前，她买彩票中了几百万美元，但不久之后就损失了大部分。当然，“损失”意味着当她驾驶一辆新品敞篷车在林荫大道上疾驰时，一整袋子的现金飞出了她的汽车。

她并不是“损失”了，而是花光了那些钱。她赢得300万美元的时候只有16岁，而且她只用了6年时间就把那些钱消耗光了：毒品、派对、进口汽车、隆胸和价值73万美元令人瞠目结舌的定制服装。问题在哪儿？考利真

以为她是有钱人，就像有钱人那样花光了钱。她肯定完全相信那个标题：“我是百万富翁”。当300万美元只是一笔大额零花钱的时候，她需要3000万美元才能满足她的生活方式。

当你听到“百万富翁”这个词的时候，你会想到什么？它意味着财富，一种奢侈的生活方式：游艇、直升机、豪宅和昂贵的珠宝。几十年来，“百万富翁”这个词已被广泛用来形容一个人“很有钱”。

除了上述这些奢侈场景，百万富翁的生活方式只适合快车道的人用于提高地位，而不适合慢车道的人。通过追逐名利或勤恳在职场拼搏成为百万富翁的人过着完全不同的生活，他们都在平淡无奇的中产阶级社区中拥有自己的房产，开着像丰田或本田这些不张扬的汽车；他们的假期很少，极力缩减用餐支出，他们喜欢优惠券和打折，最大限度地投资401K保险；他们一周5天要消耗在极有可能厌倦的工作中，努力地将薪水的10%用于储蓄。还有一些人在经营一些小本生意，特许经营或者零售店。几本畅销书已经启示我们：是的，这些人都是“邻家的百万富翁”。

可悲的是，在今天，百万富翁（净值100万美元）只算得上是中产阶级，它并不代表有钱，现在的500万美元只相当于过去的100万美元。我知道这一点非常令人沮丧。

这里面隐藏的真相就是为什么很多彩票中奖者没过几年就破产了。中奖者想象奢华的生活方式并照其生活，然而他们并不知道，区区的几百万美元并不能支撑那种生活方式！如果你赢了100万美元（税后只有60万美元），你的生活方式就不应该改变。如果你试着过电视上“百万富翁的生活”，这是一个愚蠢的想法，那些钱会很快离你而去。

你的钱很可能会花在财富的标识上，要按照通常只为“百万富翁”设计的生活方式过日子，你积累的财富需要远远超过100万美元，至少需要1000万美元打底。所以，当媒体用“百万富翁”来恭维你的时候，你需要搞清你的位置：是慢车道和中产阶级，还是快车道和富人？

## 慢车道和快车道百万富翁的12个区别

·慢车道花上30年或更多时间才能积累到数百万美元财富，而快车道成为百万富翁通常只需10年或更少时间。

·慢车道百万富翁住在中产阶级的房产里，而快车道百万富翁可以住豪宅。

·慢车道百万富翁拥有MBA学位，而快车道百万富翁聘请拥有MBA学位的人。

·慢车道百万富翁让市场控制他们的资产，而快车道百万富翁自己控制自己的资产，并且有能力提升资产的价值。

·慢车道百万富翁买不起进口车，而快车道百万富翁可以驾驶任何他们想要的豪华轿车。

·慢车道百万富翁为了他们的时间而工作，而快车道百万富翁让时间为他们工作。

·慢车道百万富翁是员工，而快车道百万富翁是老板。

·慢车道百万富翁获得401K保险，而快车道百万富翁则是提供401K保险的人。

·慢车道百万富翁利用共同基金和股票市场致富，而快车道百万富翁用它们来保持财富。

·慢车道百万富翁让其他人掌握自己的收入，而快车道百万富翁控制别人的收入。

·慢车道百万富翁很看重钱，而快车道百万富翁很看重时间。

·慢车道百万富翁视自己的房子为资产，而快车道百万富翁把房子看作住处。

快车道上的人不想成为下一个中产阶级的百万富翁，受到种种限制和约束，而是想成为自己说了算的人。

本章小结：助你踏上快车道

※走慢车道有7个危险，其中5个是无法控制的。

※“生活方式风险”是一个走慢车道的人会尽量控制的危险。

※慢车道容易导致平庸，因为其数学公式是平庸的。

※走慢车道的人操纵“费用”变量，因为这是他们唯一能控制的。

※收入增长和费用管理双管齐下才能积累财富，而不只是通过削减开支。

※你可以通过成名或者成为公司高管，打破慢车道公式来提升你的内在价值。

※成功走慢车道的人一般都不知名，也不会是企业高管，他们最终会停

留在“中间地带”，即中产阶级与中年。

※慢车道百万富翁都停留在中产阶级。

※现在的500万美元只相当于过去的100万美元。

※一个百万富翁如果没有财务管理，是不能过“百万富翁”的生活的。

※彩票中奖者落入百万富翁的陷阱后破产，是因为他们试图过“百万富翁”的生活，可是他们并不理解，数百万美元其实过不了太久的好日子。

---

[1]资深主管被解雇时获得大笔补偿金的协议。——译者注

# 第5篇 财富：快车道路线图

## 第16章 财富的捷径：快车道

如果知道得越多，你就会做得越好。

吉米·罗恩（Jim Rohn）

### 第三种选择怎么样

走人行道还是慢车道？享受今天还是明天？你可以走人行道，没有任何财务计划，享受当下，根本不理会明天的结果；你也可以行驶在慢车道上，牺牲今天的幸福，换取一个虚无缥缈的明日幻想。

但是，你还有第三种选择，一个混合的财务路线图，可以快速创造财富，省却40年时间的财富积累。然而，“快”是相对的：如果你现在18岁，你在25岁时就可以成为富人；如果你现在30岁，你在36岁就可以退休；如果你已经48岁，你可以在54岁退休。这有可能吗？能实现吗？如果有以下3种抽奖，你会参加哪种？

·人行道抽奖：一等奖为1000万美元，当场兑现。你中奖的概率是六百万分之一（0.0000017%）。

·慢车道抽奖：一等奖为50万美元，40年分期获得。你中奖的概率是六分之一（17%）。

·快车道抽奖：一等奖为1000万美元，6年内兑现。你中奖的概率是七分之一（14%）。

你会选择哪个？当然是快车道抽奖，因为其回报远远超过慢车道抽奖的风险。人行道抽奖是费时费力的“长镜头”。你选择的财务路线图（人行道、慢车道或者快车道）就类似假设的抽奖。一旦你理解了路线图和各自的财富公式，就可以选择其一作为你的指南针。

### 快车道是什么

快车道是一种商业和生活方式的策略，其特征是具有可控的无限平衡，因此可以创造最佳的环境，实现快速致富和非凡的生活方式。更明确地说，

要注意以下4个环节。

·可控的无限平衡：慢车道的特征是无可控的变量加上没有平衡调节；快车道则相反，具有最大的控制和平衡。

·业务：你是管理者，自我雇用，敬业是快车道的核心，就像在慢车道工作一样。

·生活方式：快车道是一种生活方式的选择，一个融合信念、过程和行动的承诺。

·快速创造财富：快车道能够快速创造财富并超越“中产阶级”。

下面是一个描述快车道的好案例，这个故事的灵感来自互联网上一个真实的故事。

4年后，我以3200万美元的价格出售了我的公司（快速创造财富），我并没有后悔，反而为这个出售决定感到很开心，因为我想快速赚到钱，把纸面资金变成真金白银。这个决定彻底改变了我的生活。

现在，我可以做我想做的任何事情，一点儿也不感到无聊。世界就是我的游乐场，我不停地外出旅行，学会了两门新的语言，还学会了弹奏钢琴。我每年至少有一个月时间在玩水上运动、徒步旅行和滑雪。我有3处房产，到处观看自己喜欢球队的专业比赛，每周看3～4场电影，读1～2本书。我大部分时间是和我的家人在一起，我看着两个女儿在我的眼皮底下长大。我和家人随意生活在世界各地，包括澳大利亚和加勒比海。

回头看，过去的日子挺不容易的。我以前一天工作12～16小时，坚持了4年，几乎每周都要工作6天，而且周日还要搭上几小时。我们创造了一家很棒的服务机构，并把它卖了出去（可控的无限平衡的生意）。我记得在最困难的时期，我不得不把我的每一分钱都投入到公司……我们至少有5次账户的资金不足50美元。在事业起步的那些年里，除了愧对家庭外，我做出了巨大的牺牲：我停掉了有线电视，暂时终止了许多自己喜欢做的事情，因为我致力于成就一个目标和梦想，那是比一辈子的工作更伟大的东西（生活方式）。

现在，我是多个初创公司的投资者，我对自己产生的影响力始料未及。我没有任何歉疚之情或者悔意。我的生活发生了翻天覆地的变化，但是我什么都不会改变。如果我当初不选择去创业，我不知道现在混迹何处。

这个故事集中体现了快车道的缩影。投身创业，用一种生活方式让业务增长驶入高速公路，而高速公路引领你抵达财富之路，也为你带来自由。是

的，并不是每个人都如此。那么，那个人会是你吗？

## 快车道思维路标

和其他路线图一样，快车道路线图也同样包含思维路标或行为特征，他们能驱使走快车道的人沿着旅途前行。

·对债务的看法：如果允许我建立和发展我的系统，债务是有用的。

·对时间的看法：时间是我所拥有的最重要的资产，远远超过金钱。

·对教育的看法：当你停止学习的那一刻，你就停止了成长。不断扩充我的知识和认识，对我的旅程至关重要。

·对金钱的看法：金钱无处不在，而且非常充裕。金钱是我影响了多少人的真实反映，也反映了我创造价值的能力。

·主要收入来源：我的收入是通过我的生意运转和投资得来的。

·主要财富加速器：我是白手起家的。我赋予资产赚钱的能力，使它们对市场有价值。也有其他时候，我用现有的资产让它们增值。

·对财富的看法：建立现金流和资产评估的业务系统。

·财富公式：财富＝净利润＋资产价值。

·策略：我付出越多，我在时间、金钱和个人满足感方面就越富有。

·目的地：终身获得被动收入，既通过生意，也通过投资。

·责任与控制：生活在于我如何塑造它。我的财务计划完全是我的责任，我选择如何根据情况做出反应。

·对人生的看法：不论我的梦想多与众不同都值得追求，我相信有钱会让梦想成真。

这些思维路标定义了走快车道的人的生活方式，它驱使人们采取行动。

## 快车道路线图：天生是为财富准备的

快车道路线图天生是为财富准备的，因为它是在一个可控并且变量不受限的财富公式中运行，限制时间的那个数学紧箍咒在这里被清除了。在这

里，不可控的有限平衡被可控的无限平衡所替代。如果使用得当的话，凭借不受数学限制的发展，或者通过“利润”或“资产价值”，抑或共同受益于二者，路线图会揭示一条通往财富的快速道路。这种快速的财富积累会在从开始旅程到成功的过程中被抵消一部分，因为在此过程中时间被消耗或者利用了。快车道会在短时间内产生百万美元的财富，有时高达数十亿美元。是的，这千真万确，快速致富确实存在。

## 快速致富背后的阴影

走快车道的成功人士靠的都是快速致富。不要让这几个字吓倒你，我知道当你听到它们时，会被一系列联想到的负面“骗局”淹没。诸如“一个小小的分类广告”，耗资5000美元的研讨会，对电视购物专家的印象，国外彩票，虚假的“比尔·盖茨”需要你“把这封测试邮件转发给别人”，就可以得到50000美元的现金，等等。天啊，律师函中所列的案情都是这么说的。

快速致富是一个被滥用的短语，它已经没有信誉了。当受尽各种打击和折磨后，我们都已经麻木了，再也不相信它会存在。就像圣诞老人或独角兽，我们得到的建议是，“快速致富是一个骗局！”我不怪你，但这是真的吗？你就不能像电视购物上所说的那样赚到百万财富吗？

区别在于，致富计划并非快速致富特有的产物，而它邪恶的孪生兄弟是轻易发财。轻易发财的阴影遮蔽了天真的人们，留下了一长串受害者。轻易发财在午夜的电视购物节目中出现，在聚光灯舞台中间大行其道。它不断地说谎和欺骗，制造一种不切实际的虚荣，唤起人们的欲望。“只要观看这个快速启动视频或购买这个股票软件，10天内你就会发大财！”这根本就不是快速致富，而是轻易发财，采用轻易发财的策略只会让你的钱包越来越轻。

快车道的成功故事体现在快速致富，向人们宣扬它不存在是另一个无知的谎言，不要让慢车道的输家混淆了真相。不要认输，不要让“那只是发生在别人身上”的想法影响你对真相的了解。很多人都有过快速致富，因为快速致富由过程引领。

## 快车道的故事

除非你生活在真空中，否则你对快车道已经很熟悉了。任何一个因做生意而快速致富的事件，都会让你见证快车道的魅力。下面列举一些快车道故事的标题。

·发明者创造了一个小玩意儿，把它卖给了15个经销商。

·有个小伙子开发了一个手机应用软件，下载量超过50000次。

·有人开发了一种能量棒，能帮助人免受饥饿，后来他以1.92亿美元的报价出售给了某公司。

·有人建立了一个博客网站，3年后将它以400万美元的价格卖给了一家大型制药公司。

·有个女人发明了一种拖把，在美国家庭购物网卖出了5万把。

·有个年轻人建立了一个网站，月利润达到7万美元，后来以几百万美元的价格出售了。

·有个人申请了一项产品工艺过程的专利，之后通过授权给世界500强企业获利高达1400万美元。

·有人创建了一个网站来帮他收听自己最喜欢的篮球队的消息，之后以55亿美元的价格出售了他的网站。

·有人创建了一家软件公司，后来他成为全世界最富有的人。

·有一个医生专注于抗衰老研究，后来他将研究成果以7亿美元的价格出售给一家医药公司。

·有位作家写了一本关于少年巫师的书，后来她成为一个亿万富翁。

·某女孩制造和销售了2000万件内衣，帮助女性克服身体重力。

·某网络营销人士靠销售广告每月赚15万美元。

·某广告营销人士通过改进现有产品，销售出4000万个“全新升级的版本”。

·某人开发出一种能储存水分的能量饮料，之后他以5.3亿美元的价格出售给了某公司。

只要你认真观察一下，快速致富的故事无处不在。

## 快车道：财富的工业革命

工业革命时期，人类学会了在大机器制造时代如何掌控速度和效率。体力劳动被系统取代，不同部分的有机组织合为一体，产生出特定的成果，长期而艰巨的手工处理演进到采用机械作业，将大多数的人类劳动驱逐出生

产环节。对于那个时代来说，大机器是他们快速致富的版本，以前耗时几个月的生产制造现在只需数日即可完成。

同样，快车道路线图之于财务自由，就像工业革命之于财富积累。财富的缺省之路是体力劳动，是与时间和内在价值的抗衡。财富的快捷之路就是财富过程的工业化，就像我们祖辈完成的生产系统化。缺省之路（慢车道）和快捷之路（快车道）之间的差异，在埃及寓言中有最好的说明。

## 快车道财富的寓言

一个伟大的埃及法老召唤他的两个侄子，朱玛和安祖尔，并向他们布置了一项伟大的任务：为埃及建造两座巨大的金字塔作为贡品。谁先完成金字塔，法老承诺给他即时的奖励，可以享受王权和荣华富贵。不过，每个侄子都必须单独建造自己的金字塔。

朱玛和安祖尔都已经年满18岁，他们深知，这个艰巨的任务将需要数年时间才能完成。尽管如此，他们都视法老的指令为挑战和荣耀。他们离开法老的房间，准备开始漫长的金字塔建造过程。

安祖尔立即投入工作。他慢慢地拖拽巨大而沉重的石头筑成方阵。几个月后，安祖尔的金字塔地基初具规模。市民聚集在安祖尔的建设成果旁边赞美他的杰作。石头很重，挪动起来异常艰辛，经过一年的繁重劳动后，安祖尔为金字塔打造的完美方形底座差不多完成了。

但安祖尔很迷惘，本应由朱玛建造的金字塔土地上依旧空空如也。那里没有放置一块石头，也没有建造任何地基，更没有看到充满污渍的版图，什么都没有。这里和一年前法老委托这项工作的时候一样，还是一片荒芜。

带着困惑，安祖尔拜访了朱玛，发现他正在谷仓里摆弄一个扭曲的装置，看起来有点类似某种刑具。安祖尔打断了他："朱玛！你到底在干什么？你不应该把时间浪费在这个谷仓里，去摆弄那个疯狂的机器，你需要建造法老金字塔。"

朱玛微笑着说："我是在建造金字塔，你别管我。"

安祖尔打趣道："是的，没错。但是你一年连一块石头都没有摆放！"

朱玛全神贯注，丝毫没有对他哥哥的指控进行反驳，而是说："安祖尔，你对财富的极度渴望已经遮住了你的视野。你建你的金字塔，而我要建我的。"当安祖尔离开的时候，他说："你这个傻瓜！当法老发现你想谋反的时候，他就会把你挂在绞刑架上。"

又一年过去了，安祖尔夯实了他的金字塔底座，并开始筑造第二层。可是，他遇到了问题，这些石头太重了，他无力将它们提升到金字塔的第二层。他受到了身体极限的挑战，安祖尔意识到，他需要更大的力量来移动那些重的石头，为了达到目的，他求助于埃及最强壮的男人贝努。贝努收到费用后，就帮助安祖尔训练强大的肌肉。获得超强的力量后，安祖尔设想着可以将那些重石更容易地提升到更高的层阶。

与此同时，本应朱玛建造金字塔的土地依然荒芜。安祖尔认为他的弟弟可能会面对死亡，因为各种迹象表明，朱玛违反了法老的命令。安祖尔将他的弟弟和他从未建造的金字塔抛在脑后。

又一年过去了，安祖尔的金字塔建设速度慢得像爬行一样，往往需要一个月才能搬来一块石头。将石头移动到上面需要超大的力量，安祖尔花很多时间向贝努学习如何获得更大的力量。此外，安祖尔花费大量金钱用于支付咨询费以及训练所需的异国饮食。安祖尔估计按照目前的建设步伐，他完成金字塔还需要30年。而安祖尔不以为然，他得意扬扬："才过了3年，我就已经远远超过了我的弟弟。他连一块石头还没有放上去！那个傻瓜！"

过了一段时间，突然有一天，安祖尔正拉着沉重的石头往金字塔上面拖拽，他听到从市中心广场那里传来喧闹声。市民们原先会定期来看他的工作进展，突然间对他不再感兴趣了，转而去看热闹。安祖尔感到很好奇，决定休息片刻去探个究竟。

朱玛被欢呼的人群包围在镇广场中心，他操作着一个占地两平方米多的玩意儿，那是一个高耸的机器，上面悬挂着复杂的龙门吊、轮子、杠杆和绳索。朱玛缓缓地穿行在街道上活跃的人群中，安祖尔不敢上前求得解释。直到一条短的挂绳垂悬在朱玛那块荒芜的金字塔地基后，安祖尔的怀疑得到了证实。几分钟后，朱玛那台奇怪的机器开始移动沉重的石头，奠定他的金字塔基础。那台机器毫不费力地举起一块又一块石头，然后将它们轻轻地并排放置。

神奇的是，这台机器很少需要朱玛去操作。曲柄轮连接着一根绳子，悬臂缠绕着齿轮系统。很快，那些沉重的石头被迅速而又神奇地移送到位。安祖尔的金字塔底座历时一年方才打造完成，而朱玛只花了一周的时间就完成了金字塔底座。令安祖尔更震惊的是，他异常辛苦建造的第二层金字塔，朱玛的机器竟要快30倍。安祖尔花2个月才能做到的事情朱玛的机器只需2天。40天后，朱玛和他的机器所完成的工作就和安祖尔花3年时间辛苦劳作的一样了。安祖尔彻底崩溃了。他多年来一直做繁重的工作，而朱玛制造了一个机器来替他做。安祖尔没有依赖机器，而是誓言"我必须变得更强壮！我必须举起更重的石头！"安祖尔继续辛勤劳作地建造金字

塔，而朱玛继续操作他的机器曲柄。朱玛在26岁时就完成了他的金字塔，仅用了8年，3年时间打造系统，花5年用系统完成金字塔。伟大的法老非常高兴，兑现了他的承诺。他授予朱玛王位，赐予他很多财富。朱玛一生中从来没有工作过。与此同时，安祖尔还继续在老路上步履蹒跚，举岩石，浪费时间和金钱来变得更强壮。可悲的是，安祖尔拒绝承认他的战略有缺陷，继续忍耐重复的旧过程：运送沉重的石头，直到再也无力举起，然后再获得更强的力量可以举起更重的石头，如此循环往复。这种盲目的策略导致安祖尔一生辛劳。他永远无法完成向法老承诺的金字塔，因为他决定完全靠自己举重石。安祖尔死于心脏病发作，这时候他的金字塔已经建了12层，距离完工还剩2层，他从未享受到法老所承诺的巨大财富。然而，朱玛早就退休了，他已尽享荣华富贵40年了。利用自由的时间，朱玛终于成为埃及伟大的学者和著名的发明家。他去世后与法老一起被埋葬在他亲手建造的金字塔中。

## 快车道是一个商业系统，慢车道是一个工作

慢车道只是一个工作，你用努力换取雇主支付的现金。安祖尔的辛劳就像一个走慢车道的人。想要致富，有人告诉你要更加强大（花钱，回到学校攻读更高学历，然后在就业市场上赚取更多的薪水），这样你就可以举起更重的石头。快车道则建立一个更好的系统、更好的玩意儿，出品更好的产品，或一个更好的“东西”，总之是会充分利用你的工作。在慢车道，你只是一个举起重物的搬运工，而在快车道，你建立起一个系统为你服务。

在你的财富路途上，慢车道路线图让你忍受漫长无聊的步行，财富的辛劳之处是过程本身。在快车道，财富受到你创建的业务系统的驱动，辛劳之处在于创建系统和管理系统本身。

本章小结：助你踏上快车道

※快车道战略承担的风险和慢车道不可同日而语，但回报也更大。

※快车道路线图是一种另类的财务战略，它源自可控制的无限平衡。

※快车道路线图天生就是为财富准备的。

※快车道路线图着眼于产生快速致富的结果，不要将它与轻易发财混为一谈。

# 第17章 转换团队和剧本

一个只关心自己的人只能做出很小的成就。

本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin）

## 快车道路线图：财富剧本

一个团队之所以会失败，很大程度上是因为剧本失败。根据一个失败的剧本做事，你很快就会陷入困境。要想取胜，请转换一个团队并使用胜利者的剧本。快车道路线之所以能造就财务赢家，是因为它使用了无限和可控的数学公式。如何得到这个剧本？你必须脱离于大多数人的思维，成为一名慢车道的离经叛道者。

## 转换团队和剧本

从你出世的那天，你便受洗成为消费者团队的一员，你习惯了提出各种需求：想要产品，需要产品，购买产品，当然，你会去寻找那些最便宜的产品。

慢车道和人行道的相同之处在于，之所以工作是因为要消费。你成为一个消费品公司的品牌经理，你成为一个保险代理人，你为许多公司担任会计，它是消费者驱动型的，专注于将商品和服务传递到消费者手中。这种以“消费者”为焦点的行为就像一个强大的黑洞，促使你适应反快车道的思维方式。

## 破解代码

对快车道路线图进行解码和加入解密密钥的托管团队一样简单。获胜方是生产团队。要将生活的焦点重新聚焦生产，而不是消费。当你重新将你的思维从多数人（消费者）调整到少数人（生产者）的思维，你才能有效地转换团队和忠诚度。没错！首先要成为生产者，其次才是消费者。

遵从这个原则，就意味着不要在电视购物节目中购买任何产品，而是要销售产品；不要去挖金矿，要去卖铁锹；不要参加培训班，要举办培训班；不要想着去借钱，要贷款给别人；不要想着去找工作，而要给别人提供工作；不要靠抵押取得贷款，而要去给别人办理抵押贷款业务。要摆脱消费观念，转变立场，重新定位为走向世界的生产者。

我知道，这不是一件容易的事。然而，一旦你从生产者的角度看待世界，你便会将所有信息尽收眼底。突然间，思路变得清晰，机会浮出水面，诈骗则会暴露在阳光下。这个全新的少数人拥有的状态是你创造财富的关键。记住，有钱人始终是少数人，而你要成为那些少数人。首先，要从一个生产者的心态开始。

## 生产者重新定位

当你遇到一个广告信息，劝诱你买它宣传的东西，你要从生产者的角度审视它。这家公司是如何赚钱的？它提供信息的目的是什么？提供这个产品或服务需要涉及什么样的业务流程？这家公司盈利吗？盈利模式是什么？这个产品是在海外还是在本地生产？

我从来不在电视购物节目中购买产品，因为我和他们处于同一个团队。作为一个生产者，我明白生产者（少数人）服务消费者（大多数）。“现在就采取行动吧”、“等等，还有更多”、“免费的抽奖”等，这些都是生产商军火库中的营销武器。我看广告但不买东西，我想看到那些老手是如何操盘的。

作为生产者，我们的工作就是吸引消费者购买。作为一个生产者我被锁定在生产者的心态，我能吸引财富，因为消费者一直在寻求生产者。消费者是满足生产者需求的大多数人！

把生产者和消费者一分为二是不是莫大的讽刺？一旦你成为一个成功的生产者，你就可以任意消费你想要的任何东西，因为你很有钱。

要充分消费，首先要充分生产。不幸的是，大多数人正好相反，他们只有消费，没有生产。生产者能致富，而消费者则会成为穷人。切换你的团队，重新将自己定位为生产第一，消费者二。把财富吸引到你的手中！

## 成为一个生产者：利用系统处理业务

要想转换团队成为一个生产者，你首先需要成为一个企业家和创新者。你需要具有远见和创新能力，你需要开发一个业务并面向全球吸引订单。慢车道的核心主题是工作，而快车道的核心则是生意。是的，实现自我雇用。我知道，那些“致富秘籍”并不是什么新鲜事，但是需要注意的是，大多数小企业主与快车道之间依然有无法逾越的鸿沟，因为他们还在使用慢车道的指标进行讨价还价，他们从事的许多生意往往看起来更像是工作！

快车道的生意是开启快车道财富公式的钥匙（财富＝净利润＋资产价值），因为它能够解锁杠杆，一套新的财富变量是无限的和可控的。而在

慢车道，财富的变量是有限的和不可控的。是的，有限不可控的平衡转换成了无限可控的平衡。

例如，这本书的销售将我从慢车道财富公式和它的束缚中解脱出来，使我进入快车道的世界，而快车道是由其净利润和资产价值的财富公式所支配。这本书是一个商业系统，在时间和金钱上都有无限的杠杆作用！

首先，它经得起时间的考验，并且完全有能力在我最初投资后，让我获取长足的收入。这本书有效地转换了产生收入的行为，从我（人力资产）迁徙到了书籍（商业资产）。

这本书大约花费了我1000小时的时间。如果我卖出10万本书，每本书5美元利润，我总共赚到50万美元，折合每个小时500美元。如果我卖出50万本书，我会赚到每小时2500美元。我的书卖出越多，我的原始投资回报率也越高，因为我已经付出了时间。想象一下，从现在起10年内我只卖掉一本书，突然间我就从数年的投资中赚到5美元！

但是情况会变得更好！如果我在电台做10分钟的广播节目，获得1000本书的销售额，这10分钟的投资收益就是5000美元的收入（1000本书×5美元的利润），那么我的时间收益就是每小时3万美元的回报。如果你有每小时3万美元的生意，你会发财吗？当然会的，而且会非常快。

当你解开慢车道路线图强加给你的时间手铐，你就会将收入分配给一个不受数学限制的系统，很快就有可能快速取得财富。我的财富宇宙中的变量可以被控制和利用。在下一章你将会了解到，为什么快车道能够提供财务自由，而且获取财富的速度比任何基金都要快。

本章小结：助你踏上快车道

※生产者天生就使用快车道路线图。

※生产者是少数人，他们通常富有；而消费者是大多数人，他们通常贫穷。

※当你成为一名成功的生产者，你就可以消费任何你想要的东西。

※走快车道的人是生产者、企业家、发明家、设想家和创造者。

※许多生意往往伪装成工作，而这种生意并不会进入快车道。

※快车道财富公式是不受时间约束的，其变量是无限的和可控的。

# 第18章 富人发财的真相

只有那些甘愿冒险不断前行的人，才清楚自己能走多远。

托马斯·艾略特（TS Eliot）

## 重要问题：你是如何致富的

当你开着一辆比大多数人住的房子还要贵的汽车时，陌生人会向你打招呼，问你一个问题："你是靠什么变得这么富有？"这看似是一个无足轻重的问题，却蕴含深意。"你是如何发财致富的？"人们想知道我走过什么样的路，这样他们就可以评估自己有没有可能沿着同一条道路行驶。假如我要猜一下的话，答案一定会是一个典型的回答：运动员、演员、富二代、彩票中大奖。这些投机的"答案"揭示了人们对现实的看法：要靠出名、继承遗产或者博彩挣大钱。在几年前见过一个开兰博基尼的陌生人之前，我就是这么想的。

## 快车道致富公式

在生机勃勃、充满活力的年纪就拥有财富，这足以证明快速致富的神话。如果你现在是30岁，身价百万，你不是名人，且未通过继承遗产获得财富，你穿一身脏兮兮的衣服纯属正常。我们没有拥有那些财富，但是我们现在可以吗？再重申一遍，秘密恰好就暴露在通用的数字语言中，那就是和丑陋肥胖的女人——慢车道公式决裂，并且和身材热辣的金发女郎——快车道公式联姻。

财富＝净利润＋资产价值

上面这个公式是快车道以及如何快速致富的真正力量。它的变量是可控的和无限的。如果你能控制财富公式所固有的变量，你就可以获得财富。这些变量是：

净利润＝销售数量×利润率

资产价值＝净利润×行业乘数

所有企业主都利用这个等式，其中"销售数量×利润率"将确定净利润。以我的互联网公司为例，我的网站客单转换的单位利润约为4美元（一个转换就是产生一个潜在客户）。每天约有1.2万人访问我的网站，这意味着

我的“销售数量”存在一个上限，即每天1.2万访问量。我有机会每天“出售”1.2万访问量。

让我们来比较一下这个变量在慢车道对应的工作时间。在我的财富公式中，我的财富上限是“销售数量”，目前为1.2万。当然，100%的转换率是不现实的，“转换”所有的1.2万访问量是不可能的。同样，在慢车道上，上限设定为24小时也是不合理的，因为一天只有24小时，我们不可能全部用来工作。从逻辑上讲，真实的上限是每天8到12小时。

怎么样做才能让你致富呢？每天上限为1.2万的访问量？还是每天工作的时间最大化？12000比24。根本不用比较。我变得有钱了，而走慢车道的人变老了。

可控的无限变量将使你变得富有。那么我是如何控制这个变量的呢？怎样让它变得无限大呢？很简单。我的平均转换率为12%。如果我想赚更多的利润，我就不会走进老板的办公室要求加薪，而是采取以下的方法：

（1）通过增加转化率提高销售数量。

从12%增加到13%，增加的1%会给我带来每天约480美元的利润提升，每月就是14400美元。如果我重新设计一下网站，改善一下组合，就能获得15%的转换率，现在我已经扩大了我的收入，每月超过4.3万美元。

（2）通过增加访问量提高销售数量。

为了提高利润，我可以增加访问量。如果我的网站用户访问量从1.2万人增加到1.5万人，而且转换率保持在12%，那么我每日的收入增长为1440美元，或者每月为43200美元！不可能吗？它就是这样发生的！在好多日子里我的网站曾达到流量峰值，超过2万的用户访问了我的网站。

（3）提高利润率。

一旦我发现我有提供服务或提高价值的机会，我就可以提高价格来提高利润率。如果我的价格从4美元提高到4.50美元，我每天的收入就从8000美元提高到1.08万美元。这相当于一个月有额外8.4万美元的收入！你对这0.5美元的利润不屑一顾吗？

拥有控制是不是很美妙啊？这就是我创造财富的手段。我对两个变量都拥有合理的控制，即“利润率”和“销售数量”。而在慢车道上，你只有恳求老板提高那可怜的3%工资的份儿了。

其次，请注意我的财富变量几乎是无限大的。我只控制了我的市场中的一

小部分，但是我的上限值的流量不是现在的1.2万人，而是每天可以上升到5万~10万的用户访问量。单位利润也是完全可塑的，我可以尝试提高价格或提供新服务。

我记得当时我推出了一种新的服务，几乎没有什么成本。我发了一封电子邮件给我的广告客户，简要概述了该方案。就在短短的几分钟内，我的年收入又多了几千美元。我投资的时间可以忽略不计，结果却可以累计计算。

高限速等于高潜在收入。上述例子说明了我为什么有钱而大多数人却不能。我改变了我的宇宙，因为我的财富公式是无限的、可控的。当我对自己的策略做出微小渐进的改变时，就会迎来爆发式的收入增长。哪怕只有1%的增长，也可能意味着成千上万的财富或者一辆新的兰博基尼。当你的财富变量拥有很高的杠杆率，那么你还愿意靠内在价值坚持24小时的工作上限吗？

不幸的是，许多满怀激情的企业主都被困在低速致富的陷阱中。例如，如果你在五金店外的热狗车中推销你的热狗，你对财富的速度是否有杠杆早就充耳不闻了。你的变量是有限的，因为你接触的只是一个很小的区域。你每天只能卖出有限的热狗。40个？100个？你认为你有可能回家后冲着老婆兴奋地说“亲爱的，今天我卖出去了2万个热狗”吗？这永远不会发生！因为这和靠24小时内在价值的工薪日子是没有太大区别的。一个小小的数字就能看出你的平庸。

另一个例子是这本书本身。有多少人对财务自由或提前退休感兴趣呢？我的市场和我致富的速度上限，取决于遍布在世界各地的上亿人。要想将快车道财富公式作为你的武器，你必须开发出一个能够杠杆化或者提高速度限制的快车道业务。受到数字的限制只会延缓财富！

## 百万富翁创造和操纵资产

根据哈里森集团对3000个500万富翁（净资产500万美元）的调查结果，几乎所有的500万富翁淘的第一桶金都只用了几年光景。我想再重复一下，是一次性获得一大笔钱，而不是花40年时间从自己的工资中省吃俭用积攒下的钱。“一次性获得一大笔钱”只是“资产价值”的另外一种说法。此外，80%的富豪在业务初创的时候都是一家小公司，但是能看到业务爆炸性的增长。爆炸性增长是资产价值的另一个说法。然而，没有一个富豪是靠轻松办公就能发财的。

有钱人主要的财富增长源可以归结为一点，即可观并且可控的资产。在我们快车道的财富公式中，第二个元素被称为“资产价值”。这里的资产是指

是你自己拥有并且具有市场价值的财产。

走慢车道的人和走快车道的人对“资产”有着截然相反的看法。走慢车道的人往往购买和出售那些随时间推移而贬值的资产。汽车、船、电子产品、品牌服装、小玩意儿和闪闪发光的珠宝，这些东西会让刚离婚的女人怦然心动，可它们在你刷信用卡的那一刻起，就已经失去了价值。

与此相反，走快车道的人购买和出售可增值的资产：企业、品牌、现金流、有价票据、知识产权、许可证、发明专利和房地产。因为这些资产与快车道财富公式息息相关，资产价值的力量在于你有能力控制那些近乎无限的变量。

## 用资产价值促进财富增长

有钱人财富增长是通过加速资产价值的升值，并且在市场上出售这些资产的升值部分。

24岁的希拉·辛顿（Sheila Hinton）辞去工作，成为一个电脑维护技师，帮别人杀病毒和清洁电脑。起初，她的业务仅限在当地的都市区，但随着业务增长，她开始雇用别的技术人员。由于需求的推动，她的业务呈现爆炸性增长，拓展到了其他城市。几年后，希拉的公司业务已遍及27个州。她从一个技术人员发展到一个推动者，公司利润惊人地达到290万美元。在分配完利润后（大部分都储蓄起来了），她以2400万美元的价格向一家大型计算机制造商出售了她的公司。她从零资产变得腰缠万贯。她现在已经有了3000万美元的积蓄，再也不用出去工作了。

这个故事很好地反映了“资产价值”的两个变量：

$$资产价值 = 净利润 \times 行业乘数$$

任何时候，你都有一个可产生持续利润的资产和一个由当时的市场状况决定的行业乘数，这两项决定了该资产的价值。

其他人或公司在经过多重评估后，将会购买这种净利润翻倍的资产。例如，你有一家制造公司，净利润是10万美元，你的行业平均乘数是6倍，那么你的资产价值就值60万美元。行业乘数受制于经济的波动和该行业的发展前景。你可能已经熟悉了“乘数”。在公开市场上的股票交易，可以根据其市盈率为每家公司定义乘数。如果一家公司的股票交易市盈率为10倍，投资者购买该公司股票的乘数也是10倍。不管你的公司是一家小型私人公司还是一家大型上市公司，市盈率都至关重要。你公司的估值是以所在行业的主观市盈率为基础的。例如，我经营的网络公司，其行业乘数在

2～6倍。基于这一分析，我们姑且用中间值——4倍，这就意味着在任何时候，我只要增加我的净利润，我的市场价值就会至少增加4倍，也就是400%。400%！在今天的金融市场，你能得到400%的回报吗？有没有哪一种共同基金收益率为400%？

实际上，这是一个任你自由支配的惊人的财富积累工具。由于可以通过净收入、利润或盈利确定资产价值，每次我增加净利润，我的资产就经历400%的增长。我每赚一美元，我公司的价值就增加4美元，也就是增长4倍。如果我的净利润增加了50万美元，我公司的估值就会上升200万美元。下面的列表是各个行业的平均乘数。

表18.1　各个行业的平均乘数

| | |
|---|---|
| 广告业 | 2.85 |
| 美容业 | 4.10 |
| 酒吧/饮酒场所 | 2.70 |
| 地毯清洗 | 5.22 |
| 计算机相关服务 | 8.19 |
| 就业服务 | 5.40 |
| 工程服务 | 6.32 |
| 加油站 | 3.70 |
| 食品杂货店 | 11.34 |
| 医学实验室 | 2.62 |
| 零售百货商店 | 3.62 |
| 专利权转让和出租 | 14.56 |
| 体育健身设施 | 3.56 |
| 管道/暖通服务 | 4.52 |
| 外科医疗设备 | 17.32 |
| 二手商品店 | 4.92 |

资料来源：《Inc》杂志，2009年6月

## 财富增长因子

假设你是一个不受待见的工程师，受雇于一家跨国公司。你已经工作了3年，省吃俭用，并将省下来的薪水投资于一个年收益率为8%的共同基金。那么你的财富增长因子（WAF）就是8%。

现在，假设你放弃工作，并利用3年的时间建立了一家生产医疗设备的公司。你估计你的医疗产品潜在购买者有1600万人。根据表18.1，“外科医疗设备”行业的平均乘数超过17。这意味着在你的财富增长范围内，你的财富增长乘数为17倍，或者说是1700%。你的财富增长因子是1700%。

让我们进一步扩展这个例子。在接下来的6年里，你的公司业务净收入每年超过120万美元，这意味着你每月赚到10万美元（你的净利润）。按照平均市盈率，你的公司（资产）价值现在接近2078万美元（120万美元×17.32倍）。你可以继续发展业务（通过资产价值增加财富）和现金流量（增加收入），或者寻求变现（出售资产价值）实现财富增长。

我们来对比一下走慢车道的人和走快车道的人两种不同的财富增长选项。如果你作为一个受人雇用的工程师，你的财富增长方式如下：

·提高你的内在价值，希望老板给你加薪。

·希望公司不要解雇你，这样你就可以继续得到收入。

·节省10%的薪水，投资到共同基金中，并希望在未来40年内得到8%的回报。

如果你拥有自己的医疗设备公司，你的财富增长方式如下：

·净收入持续增长，收入可能受到可售设备数量的限制，市场潜在购买者是1600万人。

·资产价值增长率达到1700%。

·清算资产价值将资产兑换成真实的钱。

你现在能明白为什么有一些30岁的人资产价值超过5000万美元，另外一些人的资产价值才达到1.3万美元了吗？快车道领域操盘的收益率为1700%，资产收益达到数百万美元，而慢车道却只能在40年内保持8%的收益率。慢车道的计划是关于希望，而快车道的计划则是关于控制。这将是爆炸性的新闻：8%的收益率，在40年内成就了百万富翁；1700%的收益率，在4年内造就了亿万富豪。

## 财富的双刃剑

狂热地追求净利润对于财富积累是一把双刃剑。由于资产价值与净利润相关，提高净利润的同时，根据行业平均乘数，资产价值也会相应提升。当然，也有可能相反。如果你的企业停滞不前以及净收入开始下滑，那么资产价值也会相应折损，就好像我花25万美元回购了我的公司。在接下来的几年里我操纵了资产，增加了它的价值。

·我将客户数量增加了30%。

·我减少开支，提高盈利能力。

·我简化了不利的操作。

·我提高了“净收入”。

在这个过程中，我的净收入和资产价值发生了爆炸性的增长。然后，在被动地获利数百万美元后，我把公司出售了，收购方给出了数百万美元的报价。之后我花25万美元买回这个资产，并对其进行升值，通过操纵变量将它又卖了数百万美元。我控制着我的财务计划，不是财务计划控制着我。

在快车道，你的财富增长基础是创建或购买增值资产，提高价值，操纵变量，然后再卖出去。否则你就选择慢车道，每月投入200美元到共同基金，乞求得到每年8%的收益率，为此你要替人打工40年。

## 超级快速财富增长：资产变现

资产变现可以在一夜之间缔造一个百万富翁。资产变现是向市场出售你可观的资产的过程。这是一个快车道退出策略。

约翰·特纳特（John Twitnuts）创建了一个无孔不入的社交网站。很快有上百万人使用他的服务，他盘算着提出收购要约和引入风险投资。尽管目前这个社交网站没有收入，也没有利润，但他已经建立了一个具有市场价值的资产。他收到一个来自领先的网络搜索引擎服务公司提出的6.4亿美元的收购报价。约翰谢绝了这个收购报价，他认为当网站开始产生收入时，他的生意会更值钱。话虽如此，但也是一场赌博。18个月后，约翰的社交网络服务已经不流行了，事实证明，他的服务只不过是赶时髦而已。于是，他的这家公司成了聚会时常被谈论的笑话。约翰不断地为缩水的资产寻找买家，但他再也没有吸引到新的投资者或买家的收购兴趣。他意识到为时已晚，他本应拿到6.4亿美元，最终却以250万美元的“跳楼价”将公司出售给一家私人股份公司。时运不济让他错失了6亿美元。

企业、房地产和其他可感知资产的资产估值，如果不是基于主观分析和市场数据，那就等于零。如果你从零开始建立的公司拥有6000万美元的账面价值，而你的银行账户中只有1万美元，你是一个真正的百万富翁吗？不完全是。因为流动性不足，你这个“百万富翁”买不起法拉利和富丽堂皇的庄园。只有钱才能得到那一切。而想要得到钱，你必须增加利润并存起来，或者干脆选择退出——资产变现。

走快车道的人增加财富的手段是建立可以出售的现金流资产，并在市场上实现收益。他们的财富公式是可控的，拥有无限的杠杆。

本章小结：助你踏上快车道

※快车道财富公式的关键是要有一个很高的限速，或者无限制的价值范围。这将创造杠杆。而你的产品或服务所在的市场决定了你的上限。

※你的限速越高，你的收入越高。

※富人主要的财富增长促进剂是资产价值，他们创建、发现或者购买可预见的资产。

※财富创造是由资产价值根据各行业的平均乘数加速产生。对于每一美元的净收入，其资产价值还要乘以倍数因子。

※你的行业专业化水准将确定平均乘数，而这决定了你的财富增长因子。如果乘数是3，你的财富增长因子就是300%。

※资产变现将增值资产（“账面”资产净值）转换为金钱（“真金白银”的净值），而这可以被认为是货币系统的另一种被动的收入流。

# 第19章 破解财富和时间的联姻

时间是你生命中的一枚硬币。这是你唯一的一枚硬币，只有你才能确定它如何花出去。你要注意不要让别人替你花掉它。

卡尔·桑德堡（Carl Sandburg）

## 工业化的财富：与时间分道扬镳

我第一次尝到快车道甜头是在20多岁的时候，那时候我正在经历生命中最糟糕的一个月：我的人际关系变得越来越糟，健康状况也每况愈下，这两件坏事混合成致命的毒药，对我的生意造成了严重的一击。我大部分时间都是躺在床上空对百叶窗，或是收看电视剧《法官朱迪》，那段时间我尝尽了苦头。在那段麻烦不断的日子里，我不得不兑现了我的快车道彩票。事实上，我付出了高昂的代价。

尽管我的生活被“判处死刑”，但是我的收入却在持续增长。是的，确实在增长，没有因为我的原因而停止增长。我怎么会这么幸运？因为我的时间可以自由支配。几年前，我就打破了“我的时间要用于赚钱”的格局。这让我逃脱了慢车道公式的束缚，有机会在快车道上驰骋。

一旦你的财富预设了无法控制的因素，或者潜伏着隐含的限制，你就不可能快速前进。你无力控制它，因为受到时间的控制；你无力控制它，因为受到老板的控制；你无力控制它，因为受到股票市场的控制。我是如何逃脱这些被社会认定是完美的控制的呢？我不再用我的时间来赚钱（体力劳动），我把它变成了一个工业化生产财富的商业系统。它完全依据我的情况和时间为我工作，而不是和我唱反调。我的商业系统用时间通道来赚钱，而我的时间却被置换出来了。这就像是一棵摇钱树，它不关心我在做什么。不管我在看《杰瑞·史宾格》（*Jerry Springer*）脱口秀还是在牙买加滑雪，它本身就是一个充满活力的实体，忠实地为我赚钱。我的系统是一个替代品，它在用自己的时间完成交易。我拥有我的时间，而不再是时间拥有我。

## 被动收入：退休圣杯

在赚钱的圈子里有一个流行语叫作“被动收入”，意思就是不必工作就能获得收入。就好像虽然退休了，每个月还是能准时收到钱，甚至都不用动一下手指。被动收入是与慢车道固有的“为钱而工作”思维的成功决裂。被动收入的优点在于它不在乎你是20岁还是80岁。如果你的月收入超过了你的

生活方式所需的费用，那么你就可以退休了！

快车道路线图有两个目的：一是为你设计能创造超过你的开支以及期望生活方式的收入流；二是使你实现财务自由。它不关心你的年龄多大。

## 摇钱树思维——打破时间观念

我的妈妈让我相信了一个事实——钱不会从树上长出来。然而，她错了。如果你拥有一棵摇钱树，钱确实会从树上长出来。如果你知道从哪里弄到种子，你也会拥有一个摇钱树。摇钱树是靠自己就能生存的商业系统。他们需要定期的支持和培育，但生存却要靠它们自己，它会替你完成时间换金钱的交易。

几年前，我在拉斯维加斯赌博，损失了近2000美元。我灰溜溜地回到酒店房间，却并不因为输了2000美元而烦恼。因为在那一天，我的摇钱树，也就是我创建的互联网公司为我赚了6000美元。在我赌博（或睡觉、游泳、吃饭）的时候，茂盛的摇钱树结出了丰硕的果实。

摇钱树是一种商业系统，它是快车道路线图中的主要街道。摇钱树在你“正式”退休前为你创造出被动收入流。是的，你可以在真正退休之前就体验到退休和财务自由的生活。这就类似于你不用乘坐9小时的飞机，却能在南太平洋度假。

## 摇钱树的幼苗：一个快车道业务

不是所有的生意都是快车道，许多生意无法转换成摇钱树。受到那些专家和生活导师的影响，想要成为企业家被误导为“成为自己的老板”，或者“做你喜欢做的事情”，其结果是不得不低头成为生意的奴役，这和签约一份工作并无不同。

姬莉安（Jillian）的梦想是自己做老板。在华尔街工作了13年后，姬莉安辞去财务顾问的工作，加盟了一家著名的熟食店。她拿出自己401K保险的一半用于支付特许经营费和起步资金。3个月后，她的生意步入轨道，她希望能实现她的梦想。但姬莉安发现她的梦想不过是一场噩梦。每周工作7天，每天超长时间工作，经常处理和品牌特许商之间的纠纷，两年下来她耗得精疲力竭。她的利润被特许经营费蚕食得所剩无几，她的熟食店根本无力雇人来打理。她觉得自己被困在用时间换美元的僵局中。虽然她的生意每年能赚得9万美元的利润，但是姬莉安根本没有自由时间来享受自己的劳动成果。她可以付6万美元聘人打理她的生意，这样她就可以有自由的时间。但她知道，每年3万美元她将无法生存下去，她觉得她的业务

陷入困境。4年后，她将业务挂牌转让，重新找了一个朝九晚五的舒适工作。

太多的人在荒芜贫瘠的土壤中播撒生意的种子，可是那里是无法长出摇钱树的，那样的土壤只是一条依靠消耗时间和金钱的慢车道，只能长出干枯的树枝。

## 5种快车道的种苗生意

有5种生意的苗木可以成长为摇钱树。请注意，这不是绝对的，它们彼此间也杂交繁殖。每一个系统都有一个等级，它决定了被动性的级别。等级越高意味着被动性越高，但其收入不一定越高。

·租赁系统。

·计算机/软件系统。

·内容系统。

·分销系统。

·人力资源系统。

种苗**1**：租赁系统（被动等级：**A**）

房地产就是一个“租赁系统”。我认为房地产的摇钱树是百万富翁快车道1.0或者财富1.0。它虽然是陈旧的道路，但仍然是通往财富的一条有效道路。例如，我拥有一个单间可供出租，并且遇到一个好租客。我即便生活在月球上，每个月都会得到一张电子支票，因为我的时间与收入是完全分离的。房地产是一个财富1.0完美的例子，因为房地产就是它自己的系统。这个系统的被动性是95%。随着时间的流逝，房客用他们的财产来支付租金。不管是单间、公寓楼，还是大型的商业办公楼，房地产一直是摇钱树种苗的默认选项。此外，房地产还是一种可以被操纵的资产，其价值是可以增值的。增值资产（资产价值）是快车道财富公式的基石。

不想涉足房地产？没有问题。租赁系统不光只有房地产业务。租赁系统可以来自非房地产导向型的其他各种来源。租约、特许使用费和许可是其他形式的“租赁制度”，它们每月可产生重复性的收入。例如，当你拥有音乐收藏的版权时，公司必须向你支付音乐使用费。这个著作可能在几十年前就被创作出来了，但它至今仍然会产生专利权使用费。

同样地，如果你发明了一项专利，将产品许可授权给其他公司，你就可以从许可费中获得收入。你的发明专利一旦被成功注册，它的收入就不受你的时间的束缚。摄影师可以通过授权别人使用他们的照片赚取许可收入。漫画家可以授权给艺术书籍作者和报纸出版商。一幅漫画的创作也许在几年前就完成了，但它能持续地为原创作者带来版权收入。租赁系统是强大的摇钱树，因为它们具有较高的被动级别和生存时间。

种苗**2**：计算机/软件系统（被动等级：**A-**）

我的首选系统是计算机和软件系统，包括互联网。毋庸置疑，与其他道路相比，互联网已经铺平了通往百万富翁的道路。事实上，据统计互联网在过去5年里造就的百万富翁比过去50年的总和还要多。是什么使互联网和计算机系统如此强大？

电脑是神奇的发明，是摇钱树的良种。它们一天工作24小时，每周7天，而且从不抱怨工作条件。它们不需要你支付薪水，也从不抱怨懒惰的琼或者整日穿同样衬衫的鲍勃。电脑从来不会迟到，也绝不要求加薪，它们也不在乎你刚刚买了一辆新的S级奔驰汽车。它们只是全力按照程序去运行，而且直到做完为止。

是什么让互联网拥有仅次于房地产行业的隐含杠杆？当你拥有一家网站时，其访问量可以超过数百万。而当你在榆树街拥有一套三居室的房子时，它的访问量可能是寥寥数人。这种二元性使得互联网系统成为最好的商业种苗之一。

此外，计算机系统不限于互联网，也可以是软件或应用程序。全球最富有的人大都是软件业亿万富翁，像微软的比尔·盖茨（Bill Gates）和甲骨文的拉里·埃里森（Larry Ellison）。软件享有丰厚的利润，因为它很容易被复制。一旦代码写好之后，它就完成了。你可以很容易地卖出成千上万套。但你能轻松地复制一座办公大楼吗？你不能。

软件的百万富翁可以是“普通人”。脸书（Facebook）和苹果（iPhone）的应用程序开发者赚钱都非常快。尼古拉斯是一个iPhone应用程序的开发者，他在一个月之内靠开发一个iPhone游戏，就获得了60万美元的投资。在电话采访中，尼古拉斯说如果第一年结束时他就成为百万富翁，他是不会感到惊讶的。是的，尼古拉斯在慢车道中徘徊观望，干着一份美差，拿出一些钱投资到他的401K保险，不可思议的是，他突然发现自己已经置身于快车道中。当然，尼古拉斯的快车道并不是一帆风顺的。在太阳公司（Sun Micro Systems）担任工程师期间，他曾每天工作8小时，且下班后依然钻研他的应用程序，一只手抱着一岁的儿子，另一只手在写程序代

码。他是如何学会编写应用程序的呢？尼古拉斯买不起书，所以他全靠在网站上自学。嗯，你是否感受到了结果背后的过程？当软件上架到强大的分销系统后，被大量复制，一声不响地跨越到被动产生收入的行列。

种苗**3**：内容系统（被动等级：**B**＋）

内容系统就是信息系统。这些信息可以整合到各种其他系统，如互联网和物理分销系统。这本书就是一个内容系统，我可以有效地通过其他渠道，如互联网或图书经销商进行销售。

在传统的财富观念里，拥有致富经的内容就意味着你已经是一个报业大亨、杂志出版商或成功的作家。你可以控制新闻，也可以分配内容。而信息，如软件，往往具有易于复制的特点。我能印1000万本书，但我永远不会拥有1000万个房地产项目。像软件工程师一样，世界上许多富有的人都是成功的作家。

在短短的几年中，罗琳（JK Rowling）——哈利·波特（*Harry Potter*）品牌的所有者，从一个32岁的离婚英语老师一跃成为财富超4亿美元的传媒大亨。这个单身妈妈已经卖出了3000多万本用35种不同语言出版的书籍。我想她没有想过这个借口，“我是一个单亲妈妈，我没有时间。”罗琳回忆说，她一生中最幸福的不是她获得了百万美元的财富，而是她可以全职进行写作。

同样，丹·布朗（Dan Brown）的《达·芬奇密码》（*DaVinci Code*）已经售出51种语言版本，发行超过8000万册。毫无疑问，如果你能卖出8000万件任何东西，你一定会是个非常富有的人。

内容发布的最新趋势是与计算机系统相结合。博客、社交网络、电子图书、网络杂志都为最新的计算机系统和内容分销提供服务。事实上，这种新的组合非常强大，它正在驱使许多固定模型的传统业务淡出人们的视野。报纸和杂志在未来的10年里将会面临变革。巨大的变革造就了许多百万富翁。那些一直观察和利用这种变革的人将是新的百万富翁和亿万富翁。

内容还促使时间延长。这本书我可能已经花了几年的时间去写，但是它也生存了几年。如果从现在开始有人买断这本书5年，我会因为在几年前就一次性投资时间而小赚一把。内容是一种畅销的资产，可以重复销售，每一次销售中，时间有效成本会下降，而每小时的收益率会扩大。

种苗**4**：分销系统（被动等级：**B**）

分销系统是一种组织或者机构用来将产品转移到消费者手中的系统。它可以与其他种苗（如内容和计算机系统）组合使用。

如果你发明和制造出了一个新产品，并在QVC公司的电视购物中出售，你就是在利用分销系统。如果你通过电视购物在凌晨2点销售产品，你也是在利用分销系统。如果你把你的产品卖给4个批发商，或者把它卖给像沃尔玛和塔吉特集团（Target）这样的零售商，你也是在利用分销系统。

对于发明的任何产品，发明仅仅是打响一半的战役，而分销是另一半战役。世界上最伟大的产品如果没有利用适当的分销系统，就是无用的产品，无论这个系统是现成的，还是由你自己创建的。

亚马逊是我使用过的一个分销系统。这本书在亚马逊上销售，数百万人可以看到它。然而，一本书在亚马逊上架并不代表就拥有了潜在销售，这就像一辆1000马力的汽车锁在车库里。我的工作是启动引擎，驱动分销系统的动力。

iPhone开发人员利用苹果的“应用程序商店”来销售他的软件。这是他的分销系统。没有了这个分销系统，他就卖不出软件。

分销是将产品送达消费者手中的一种手段。有些系统比其他的要好，当它参与到分销，一切都要取决于控制结构。如果你创建了一家网络营销公司来推销你的维生素新产品，你就创建了一个强大的分销网络，就能赚到几百万美元。如果你入驻到一家网络营销公司，你就像是分销系统中一个备选的齿轮。

特许经营和连锁经营是另一种有效的分销形式。当一家概念店成功地品牌化和系统化，它就可以被复制并出售给其他人。精明的快车道企业家认识到，一家成功的当地企业其操作能力很薄弱，但是通过特许经营或连锁经营，其操作能力就会变得十分强大。这听起来是不是很熟悉？星巴克就是这样做的，它已经成为世界上最大的咖啡连锁店。

还有一些餐厅也在加盟连锁店和特许经营店。乳品皇后（DQ）和麦当劳既有连锁店也有特许经营店。如果你的企业规模有限，可以考虑加入连锁店或特许经营店。如果你只有一辆热狗外卖车，在一个固定的地方卖货，你是没有控制力的。如果你拥有500辆热狗外卖车，并在500个地点授权给500个人经营，这时候杠杆作用就应运而生。快车道财富公式有着强大的能量。

种苗**5**：人力资源系统（被动评级：**C**）

亚马逊是一个由计算机系统支撑并由人力资源系统运营的分销系统。人力资源是最昂贵和复杂的运行系统。人力资源是不可预测的、昂贵的、难以控制的。你可以问任何一家人力资源公司的老板，他是如何解决让员工开心工作的难题的。

我也彷徨在如何与自己公司员工相处的十字路口上。我既要承担互联网技术过时的危险，还要雇用两个以上的新人进入公司将业务提升到一个新的水平。由于我的生意80%已经是被动收入了，增加员工会削弱企业的被动性，因为员工需要管理。在一定程度上，即使是管理者也需要管理。

还有其他的替代办法，就是让公司按照自动驾驶模式行驶，随着年深日久眼看着它降低性能（网络公司需要不断地改造），直至坚持己见并返回到“初创”模式，或者将它出售。在对各种选项进行评估后，我选择了出售。就我而言，增加人力资源就会减少被动性。而我需要雇用更多的人去赚更多的钱，因为我不愿意放弃我的自由时间。

在卖掉公司的一年后，我对经营机场附近的一个停车场的可行性进行了研究。本地游客前往凤凰城机场时，可以代他们在邻近的停车场泊车，或者到机场接送。总的来说，这是一个出租系统。人们会花钱去停车，而我每天会从每一辆停在此处的车中赚取费用。它类似于互联网，是7天×24小时运行的，并随着时间的流逝产生收入。这是一个具有高潜力被动性的绝妙想法。我在机场附近找到了可以出售的土地，计划非常顺利。我开始做财务预算、运行分析和可行性方案，研究如何能将这一业务变成现实。

财务分析揭示了一些重要的东西。虽然这个商业模式确实是一个“租赁系统”，但这项业务本身是一个“人力资源系统”。要想使这个想法成为一项成功的业务，至少需要24名员工。这无疑给我泼了一盆冷水，于是我放弃了这个业务。我不愿意承担人力资源系统交易被动性的风险，因为那是不可预测和难以管理的。

有位快车道社区的成员拥有一些储存的设施，她的生意主要来自租赁系统。人们花钱来储存垃圾，而她每月定期得到收入。你可以认为她的设施就是一个人力资源系统，有经理、物业助理，但其实它不是。她的系统的特征是有许多台自动售货机，每台机器都被一个计算机系统控制并运行。这确保了她的业务有85%以上是被动收入。移除自动售货机，增加人力资源系统，被动收入就会相应下降。

这是否表明，人力资源系统是一个通向被动性的管道系统？这要视情况而定。首先，你的业务被动性的现有程度如何？如果你拥有一家咖啡店，每周工作80小时，你就没有任何被动性。一个总经理（人力资源系统）能够至少将被动性提高40%。在我的业务体系中，我将被动性控制在85%左

右，增加任何人力资源系统只会让被动性降低。

人力资源系统可以增加被动性也可以侵蚀被动性。好员工会培育出摇钱树，而糟糕的员工会摘下摇钱树果实。然而，别让它的缺点吓倒你。如果你想赚取数百万美元或数十亿美元，人力资源系统是不可缺失的，因为你不可能自己做所有的事情。

本章小结：助你踏上快车道

※让自己和“时间换金钱”的慢车道交易分道扬镳，你需要成为生产者，具体来说，就是企业的股东。

※业务系统会打破“时间和金钱”之间的联盟关系，因为业务系统会扮演你的时间交易代理人角色。

※如果你的被动收入超过你所需的一切费用，你就可以退休了。

※退休可以发生在任何年龄。

※摇钱树上的果实是被动收入。

※快车道的目的是创建一个商业系统，让时间持久存活，而让你和你的时间分离开来。

※5种摇钱树的幼苗分别是租赁系统、计算机/软件系统、内容系统、分销系统和人力资源系统。

※房地产、许可和专利都是租赁系统的例子。

※互联网和软件企业都是计算机系统的例子。

※写作、博客和杂志是内容系统的例子。

※特许经营、连锁、网络营销和电视购物是分销系统的例子。

※人力资源系统既可以增加被动收入，也可以减少被动收入。

※人力资源系统管理和实施的代价非常高。

# 第20章 招募你的自由战士

富人统治穷人，债务人是债权人的奴隶。

## 富人的财富怎样暴涨

我开过几年豪华轿车接送客户，所以我听到过很多事情。我记得有个人叫作加里（Gary），他是一个20岁左右的年轻客户，他一个月要向我们预订好几次豪华轿车专车服务，接送他去酒店赴宴。奇怪的是，这家伙从来不在星期五或星期六雇用我们，他都是在工作日租用豪华轿车，他生活的每一天都是周末。一旦他雇用我们，我知道这将是一个整夜漫长的租期，利润会非常可观，因为他给的小费通常都很惊人。

我十分好奇，便问我的老板："加里是做什么工作的？"他告诉我，加里不用工作，他刚刚以几百万美元的价格卖掉了他的管理公司。哇哦！这家伙可能比我大不了多少岁，他已经退休了，如此夸张地生活！接下来在我开车接送他的时候，我偷听到他的谈话，希望能够窥探到财富秘籍。我还真听到了一些。有一次，我听到了他与俱乐部搭档的谈话，加里醉醺醺地说："感谢那些市政债券和国债，我这一辈子再也不用上班了。"财富难题的另一部分也终于解决了。

## 你自己就拥有最佳的被动收入

在前一章中，我没有提及最好的摇钱树幼苗。我省略了它，因为它不是真正的业务幼苗，但是它是你已经拥有的种子。不管你是破产了，还是在从事一个没有尽头的工作，甚至你没有什么生意可做，但是你却已经拥有了最优质的摇钱树种子。

猜猜看，那是什么？房地产？互联网企业？网络营销公司？发明证书？这些统统不是！最好的摇钱树恰恰来自你的口袋——优质而又古老的美元。没错，就是钱。金钱本身是最好的摇钱树。

钱是如何成为被动收入的？如果你有很多钱，你就拥有了从消费者升级为生产者的钥匙。具体而言，你就从债务人变为债权人，从雇员变为雇主，从消费者变为股东。换句话说，人们使用你的钱，以利息或者所有权的形式向你付款作为回报。

例如，让我们来研究一下利息，这是一种因借钱给别人而得到的费用。现阶段，你可能不是赚取利息的人，而是支付利息的人。有人借钱给你，你

拿自己的房产作为抵押，同时作为回报你以现金的形式向对方支付利息。那个利息对于别人来说就是利润或收入。

成为一个债权人听起来很复杂，其实一点也不复杂。任何时候你在银行存入一笔钱，你就是一个债权人。无论何时你购买市政债券，直接或者间接地投资共同基金，你就是一个债权人。作为一个债权人，你不管理贷款，你所做的只是等待收钱。这是极易做到的，也是极好的被动收入。我那个豪华轿车的客户加里，就是一名一生从不用工作的债权人。

## 储蓄者成了债权人、股东和生产者

有一天我从电台听到一个自称为理财大师的人做的广告："储蓄者就是输家！"我简直不敢相信自己的耳朵。储蓄者是输家？那谁是赢家？难道是按照你的建议，冒着借款几百万元的风险去投资房地产的人吗？储蓄者不是输家。储蓄者是赢家，因为他们最终都成为债权人、公司的股东或者生产者，并创造资产。

打开你的钱包，看看里面的钱。1美元买不到什么东西，但它是一个被动收入的萌芽。1美元能给你的生活提供一个很小的被动收入。是的，对于生活来说，1美元创造的被动收入的购买能力有限，但这体现了它隐含在金钱背后的基因——完全是被动的收入。

就因为这个简单的事实，我在30多岁时就退休了。我是一个债权人，当你有很多钱可以出借的时候，你的生活就是自由的，因为你每个月都会收到被动收入。如果你有1000万美元可以借出，哪怕利息仅仅是5%，你每个月都会收到41666美元的被动收入。当利息是8%的时候，你每个月的被动收入就是66666美元。每月6万美元以上！都不用动用本金，你便可以这样生活好几年，而仍然有1000万美元的余额！

想象一下，你每个月打开你的邮箱时，看到4万美元的电子支票，而你不用做任何事就能得到它。你每个月都能赚4万美元，还会有什么麻烦吗？我敢打赌你一定能。不切实际吗？完全不会！我的这种生活方式就是这样。即使处在目前这样低利率的环境下，去除税金，我也可以获得4%～6%的安全投资收益率。虽然大多数人都想加息，但我还是喜欢当前的低利率水平。我的收入也会提高。只要1%的加息，我每月就能多得到几千美元的收入。而且，由于通货膨胀率与利率是同步的，我的收入有一个防御通货膨胀的因素。如果通货膨胀率上升，那么利率也会相应增加。

那么，如何让这成为现实呢？我通过我的互联网公司（一个摇钱树种苗的业务）创造了一个被动收入流，这成为我被动收入系统的贷款来源。我的互联网业务85%是被动收入（是的，我每周还需要工作几小时），我放贷

的被动性是99.5%。我几乎不用做什么，钱就会准时到达。

我不再用时间来赚钱，而是把时间投入到一个独立的系统中，使它能够满足资金的被动性，同时也能资助我的金钱系统运转起来。它能满足双重的被动收入要求，既有短期收益又能满足长效目标。

## 积累你的自由战士

你每存储1美元都是在为你的军队积累一个自由战士。如果你的钱在为你作战，那么你的时间就是自由的，你就打破了“用时间换金钱”的格局。

钱就是你的军队。你拥有的钱越多，它们为你争取到的自由就越多。走慢车道的人其精力专注于财富公式中消费的变量，其实他们更应该去关注收入的变量。收入是扩充你军队中自由战士的关键。你用不着招募一个庞大的军队在汽车沙龙中详细介绍你的汽车。

我指的并不只是美元，而是所有以美元计价的国际资产。在我写这本书的时候，我的许多收入来自非美元国家的货币资产，其升值和收益幅度都要比美元资产高。走快车道的人通常放眼全球，而非只看本地业务。

美元对你而言代表着什么？是一个让你每星期五在高级俱乐部享受整瓶服务的机制吗？还是你的摇钱树种子？或者是你的自由战士？要让钱为你战斗，而不是你为钱战斗。

## 走快车道的人如何利用复利

讲到慢车道时，我曾经抨击过复利，将其看作无能的财富增长工具，因为它具备时间属性。慢车道的拥趸看到我的断言后会怒不可遏，恨不得将我钉在十字架上，因为他们认为挞伐复利是在亵渎财富的神圣殿堂。但我也说过，当你拥有大笔的钱可以操作的时候，复利就是一个强大的被动收入发动机。这前后矛盾吗？正如教育一样，走快车道的人和走慢车道的人操作复利，必然是截然不同的结果。走慢车道的人（中产阶级）利用复利致富，而走快车道的人（富人）用它来创造收入和流动性。走慢车道的人以5美元起步，而走快车道的人从几百万美元起步。

我用复利来支付我的账单。这是我的工具，是我的被动收入来源。然而，复利却不对我的财富负责，这一点至关重要。走快车道的人从不使用复利积累财富，因为那不是他们的财富公式。他们将创造财富的重任留给快车道业务。

当一个富有的政治家或公众人物出场并透露自己的财务状况时，请注意一

下他们有一个共同的主题。他们的财富来源是商业业务，而他们的流动资金则是和固定收入的证券绑定在一起的，如市政债券、国债以及其他高流动性和高安全性的证券。富人从不利用证券投资创造财富，他们用可以调节的商业资产增加财富。记住，那个25岁的富翁通过投资共同基金而发财永远是一个童话故事。百万富翁们是操作资本市场的人！他们是生产者！

## 如何真正利用复利

你是愿意立即拥有500万美元呢，还是愿意以1美分开始每天翻2倍，连续翻倍40天呢？答案是显而易见的，你会选择立即拥有500万美元。但这是一个严重的错误。现在拿到500万美元，你就等于放弃了将近55亿美元。没错，是55亿美元。表20.1体现了翻倍的力量。

表20.1　1美分的复利（随天数变化）

| 天数 | 金额（美元） | 天数 | 金额（美元） |
|---|---|---|---|
| 1 | 0. 01 | 21 | 10 485. 76 |
| 2 | 0. 02 | 22 | 20 971. 52 |
| 3 | 0. 04 | 23 | 41 943. 04 |
| 4 | 0. 08 | 24 | 83 886. 08 |
| 5 | 0. 16 | 25 | 167 772. 16 |
| 6 | 0. 32 | 26 | 335 544. 32 |
| 7 | 0. 64 | 27 | 671 088. 64 |
| 8 | 1. 28 | 28 | 1 342 177. 28 |
| 9 | 2. 56 | 29 | 2 684 354. 56 |
| 10 | 5. 12 | 30 | 5 368 709. 12 |
| 11 | 10. 24 | 31 | 10 737 418. 24 |
| 12 | 20. 48 | 32 | 21 474 836. 48 |
| 13 | 40. 96 | 33 | 42 949 672. 96 |
| 14 | 81. 92 | 34 | 85 899 345. 92 |
| 15 | 163. 84 | 35 | 171 798 691. 84 |
| 16 | 327. 68 | 36 | 343 597 383. 68 |
| 17 | 655. 36 | 37 | 687 194 767. 36 |
| 18 | 1 310. 72 | 38 | 13 74 389 534. 72 |
| 19 | 2 621. 44 | 39 | 2 748 779 069. 44 |
| 20 | 5 242. 88 | 40 | 5 497 558 138. 88 |

现在我们把表20.1换成另一张表，用年龄来代替天数，将第1天换成21岁。

表20.2　1美分的复利（随年龄变化）

| 年龄 | 金额（美元） | 年龄 | 金额（美元） |
|---|---|---|---|
| 21 岁 | 0. 01 | 41 岁 | 10 485. 76 |
| 22 岁 | 0. 02 | 42 岁 | 20 971. 52 |
| 23 岁 | 0. 04 | 43 岁 | 41 943. 04 |
| 24 岁 | 0. 08 | 44 岁 | 83 886. 08 |
| 25 岁 | 0. 16 | 45 岁 | 167 772. 16 |
| 26 岁 | 0. 32 | 46 岁 | 335 544. 32 |
| 27 岁 | 0. 64 | 47 岁 | 671 088. 64 |
| 28 岁 | 1. 28 | 48 岁 | 1 342 177. 28 |
| 29 岁 | 2. 56 | 49 岁 | 2 684 354. 56 |
| 30 岁 | 5. 12 | 50 岁 | 5 368 709. 12 |
| 31 岁 | 10. 24 | 51 岁 | 10 737 418. 24 |
| 32 岁 | 20. 48 | 52 岁 | 21 474 836. 48 |
| 33 岁 | 40. 96 | 53 岁 | 42 949 672. 96 |
| 34 岁 | 81. 92 | 54 岁 | 85 899 345. 92 |
| 35 岁 | 163. 84 | 55 岁 | 171 798 691. 84 |
| 36 岁 | 327. 68 | 56 岁 | 343 597 383. 68 |
| 37 岁 | 655. 36 | 57 岁 | 687 194 767. 36 |
| 38 岁 | 1 310. 72 | 58 岁 | 1 374 389 534. 72 |
| 39 岁 | 2 621. 44 | 59 岁 | 2 748 779 069. 44 |
| 40 岁 | 5 242. 88 | 60 岁 | 5 497 558 138. 88 |

转换后的表格反映的是一个走慢车道的人所走过的旅程，复利的功效直到人生暮年的时候才会发挥威力。在你五六十岁之前是拿不到大笔钱的，这个长年累月的回报率是100%，平均市场回报率为7%。可是即便是双倍增长，在你40岁时，你得到的钱还没到6000美元。这是走慢车道的人面临的困境：被囚禁在时间的牢笼里，收益率是无法控制的。

走快车道的人了解这个弱点，他们意识到只有在拥有大笔资金的情况下，复利这个武器才是最有效的。要想让复利有效，你必须绕过前30年，因为这30年几乎是没有用的，只有过了这个期限复利才是高效的，如表20.3所示。

表20.3　1美分复利的分析

| 年龄 | 金额 | 年龄 | 金额 |
|---|---|---|---|
| 21 岁 | 0. 01 | 41 岁 | 10 485. 76 |
| 22 岁 | 0. 02 | 42 岁 | 20 971. 52 |
| 23 岁 | 0. 04 | 43 岁 | 41 943. 04 |
| 24 岁 | 0. 08 | 44 岁 | 83 886. 08 |
| 25 岁 | 0. 16 | 45 岁 | 167 772. 16 |
| 26 岁 | 0. 32 | 46 岁 | 335 544. 32 |
| 27 岁 | 0. 64 | 47 岁 | 671 088. 64 |
| 28 岁 | 1. 28 | 48 岁 | 1 342 177. 28 |
| 29 岁 | 2. 56 | 49 岁 | 2 684 354. 56 |
| 30 岁 | 5. 12 | 50 岁 | 5 368 709. 12 |
| 31 岁 | 10. 24 | 51 岁 | 10 737 418. 24 |
| 32 岁 | 20. 48 | 52 岁 | 21 474 836. 48 |
| 33 岁 | 40. 96 | 53 岁 | 42 949 672. 96 |
| 34 岁 | 81. 92 | 54 岁 | 85 899 345. 92 |
| 35 岁 | 163. 84 | 55 岁 | 171 798 691. 84 |
| 36 岁 | 327. 68 | 56 岁 | 343 597 383. 68 |
| 37 岁 | 655. 36 | 57 岁 | 687 194 767. 36 |
| 38 岁 | 1 310. 72 | 58 岁 | 1 374 389 534. 72 |
| 39 岁 | 2 621. 44 | 59 岁 | 2 748 779 069. 44 |
| 40 岁 | 5 242. 88 | 60 岁 | 5 497 558 138. 88 |

你能跨过前 30 年从这里开始吗



## 复利的潮汐

复利就像远离海岸线的潮汐，直到它靠近海岸时，你才能感受到其强大的力量。当潮汐抵达海岸线后，其力量会异常强大。大部分走慢车道的人乘着复利的潮汐，漂泊在100万英里外的大海上。什么事情都不会发生，他们漫无目的地漂浮，无处可去。5000美元10%的利息不可能积攒下百万财富。每月从你的薪水中节省下200美元，3%的储蓄利率不可能让你快速致富。你在海上就好像纹丝未动。

走快车道的人能够观察到海岸附近潮汐的力量，他们会设法在岸边迎接它。在岸边，潮汐会充满影响力。同样，驱动复利的力量也要在岸边才能开始，因此有大量的能量可以利用。1000万美元10%的利息，一年就是100万美元，每个月就是8.3万美元。挖掘复利的潜力要趁着波峰，而不是在100万英里外的海洋上。

表20.3的要点是，富人不使用复利来获得财富，而是用它来获取收入和流动性。每年5%的免税收益率，1000万美元每年就能创造出50万美元的被动收入。就像海边的潮汐，复利在获得大额资金后它的力量惊人，这是一个金钱完全转化成被动收入流的地方。至于你能否赚到1000万美元，全凭快车道业务增长，即净收入加资产价值，不是费用支出，也不是股票市场的投资，更不是来自一份工作。

本章小结：助你踏上快车道

※存储的每1美元都是一粒摇钱树的种子。

※1000万美元哪怕只有5%的利息，一个月的被动收入也有4万美元。

※储蓄是最好的被动收入工具。

※走快车道的人（富人）不使用复利或者市场投资获得财富，而是用它来获取收入和流动性。

※每存储1美元都是在为你的军队积累一个自由战士。

※杠杆会把复利放大到极致，它们是专门用来撬动大额资金的。

※走快车道的人最终成为债权人。

# 第21章 真正的财富定律

与其努力成功，不如努力成为有价值的人。

阿尔伯特·爱因斯坦

## 是影响力，不是吸引力

不可否认，数学是宇宙的超级语言。二加二等于四，1000万永远大于24。这些皆是事实，不需要哲学理论解释。数学就是法则，而哲学不是法则。

如果你想变得富有，就要开始观察宇宙的真实规律——数学，而不是一些既无法证明，也没有记录的骗人戏法。围着篝火反复吟唱那些陈词滥调不会让你富有。当然，我对吸引力定律也有耳闻，它听上去挺高大上的，也早就有了实际应用。

对于那些不熟悉吸引力定律的人来说，这是一个神秘的理论，它表示你会想你所想，达你所思，总之你的意识和潜意识想法会梦幻成真。吸引力定律通俗来说，就是你想要什么，最终你就会得到什么。想着发财，你就会拥有财富！听起来就这么简单，不是吗？

我毫不隐瞒自己对吸引力定律拥趸的鄙视态度。我认为，把书卖给那些认为靠“思维”就能致富的人，听上去就是一堆精心编造的鬼话。事实上，吸引力定律不过是新瓶装旧酒，简单包装一下然后转售给大众消费者。谁是真正走快车道的人？吸引力定律的营销人员！

## 烤一块无糖蛋糕

为什么我花了这么长的时间写这本书，光是构思就花了两年？让我用吸引力定律来试着解释。我向上天要这本书，我敞开心扉，我看到了它，我甚至想象我的书陈列在书店的书架上。会发生什么？

什么事情都不会发生，什么都不会出现。上天不会帮我完成写作。事实上，不管我怎么苦思冥想这本书，它都不会自动出现。我得坐下来动笔去写。我的思想要与行动相一致，承诺做出一个选择，并将选择落实为大量的工作。

如果你是吸引力定律的粉丝，认为这种批评有些冒犯，我也无所谓。因为

我写这本书不是为了交朋友，也不是为了成为一名积极的思想家而到处演讲。我写这本书就是为了告诉你应该怎么做才能致富。空想从来不会让任何人致富，除非将这种想法付诸实践。

可能有人认为我的成功是积极思考的结果，事实上，我觉得这是一种侮辱。我是一个现实主义者，能够理解人们都愿意选择阻力最小的路径。我并不讶异有关“吸引力定律”的书能卖出几百万本。那些承诺通过最简单的途径致富的书之所以卖得好，是因为人们天性选择阻力小的路径。致富故事好卖，但是致富过程是无法出售的。

是的，信念是改变的起点，想象力至关重要。如果你不相信你可以的话，那么结果往往也会如此。这不是新观点，它已经很陈旧了。虽然吸引力定律在工具箱中是一个很好的锤子，但它的缺陷是忽略了数学，忽略了财富背后真正的秘密，真正的秘密能超越所有的财富、所有的人、所有的文化和所有的道路，那就是影响力定律。

## 影响力定律：快车道精髓

影响力定律是说，不管在规模上还是在数量上，你在一个实体中影响的人越多，你获取的财富就越多。简单说就是，影响百万人就能赚到百万美元。

就在不久前，我写了一篇文章，标题为《赚百元美元》（*Make Millions*）。这是我写过的最短的文章。猜猜这篇文章有多长？一段？一两句话？都不是。这篇文章只有两个词：影响百万人（impact millions）。你能影响百万人，你就能成为百万富翁。没有比这更简单的说法了！

换句话说，你影响了多少人？有人从你的工作、资产和作品中获得收益了吗？你解决了什么问题？你对社会有什么价值？如果你在一家酒店做前台工作，你根本就没有太大的影响力，你的银行账户将反映出相同的事实。你拥有的金钱数量（或没有）直接体现你提供的价值。

## 影响力在于规模和等级

要想利用影响力定律，你的生意无论是在规模上还是在等级上都需要发挥影响力。在快车道的财富公式中，“规模”和“等级”是内置的“净利润”变量。

净利润＝销售单位（规模）×单位利润（等级）

规模常常通过财富公式中的利润变量体现在快车道路线图中，这也就是所

谓的“销售单位”。如果你销售了2000万支钢笔，每只赚75美分，你就赚了1500万美元。这在规模上具有影响力，但是等级影响力却微乎其微。很显然，销售一支钢笔对任何人的生活不会产生重大影响。这个财富的决定因素是规模大小，而不是等级。

相反，等级的影响力会小一些，在快车道财富公式中以单位利润体现。价格总是反映等级的大小。如果你卖的是价值5000万美元的产品，你就达到了数量级。例如，你拥有一幢公寓楼，有400个单位，每个单位获利100美元，你每月就可以收入4万美元。因为你是为400个家庭提供住房，你是在等级方面施加着巨大的影响力，而不是在规模方面。住房是有等级的。规模较小的活动具有更高的利润潜力。等级总是以项目价格的形式体现，等式如下：

高价值＝高价格＝高等级

如果你能把规模和等级结合起来，那就不是几百万美元，而是数十亿美元了。唐纳德·特朗普（Donald Trump）在规模和等级方面都有着重要的影响力，因此他的资产价值能达到几十亿美元。

规模造就百万富翁，等级也造就百万富翁。规模和等级相结合就会造就亿万富翁。

## “一切向钱看”

不幸的是，“定律”一词仅代表概念，而不是真正的规律。吸引力定律不是一个规律，而是一个理论。“定律”一词是绝对的，它100%是靠时间来运转。当你从十层楼的窗户扔下一个西瓜时，由于地球重力的规律，西瓜必然掉到地上。这种结果的确定性是100%。

不幸的是，积极思考和想象不能100%带来财富。信念和表现也不是绝对的，所以它们不能被归类为规律。然而，影响力定律是绝对的。

你向我提起任何一个白手起家的亿万富豪，我就会让你看到这个人一定是直接或者间接地影响过许多人，不管是在规模还是等级上。财富只有唯一正确的法则，那就是影响力。为什么？因为影响力源于数学，它的运作独立于任何路线图。

一个走慢车道的人可以使用影响力定律来逃避慢车道的约束。职业棒球运动员、演员等因为影响力巨大，其内在价值陡然上升。社会大众会在一瞬间察觉到他们的价值。虽然这些人仍然用时间交易金钱，但是他们的价值是普通人难以企及的。

例如，在过去的10年中，比尔·克林顿（Bill Clinton）的公开演讲收入就超过5000万美元。虽然演讲是一项用时间换金钱的直接交易，但他的内在价值令人唏嘘，每小时也许超过10万美元。其巨额收入的背后是影响力定律，他向数以百万计的人演讲，并借此获得数百万美元的收入。

一个说唱歌手可以卖出几百万张唱片，获得数百万美元的收入；一个家庭主妇可以卖出上百万套厨房小工具，赚到几百万美元；一个彩票中奖者可以获得几百万美元，因为有数百万人在投注；沃巴克老爹（Daddy Warbucks）的儿子从他的父亲那里继承了数百万美元，因为沃巴克公司在向数百万人提供服务；一个整形外科医生赚了几百万美元，因为他的病人不计其数；一个体育明星的经纪人赚了数百万美元，因为他的客户为百万人提供服务。追溯百万富翁财富的来源，你会发现他们背后有无数的东西。

无论是直接还是间接，规模或等级的影响力总是优先于货币。你在生活中的影响力越高，无论是直接还是间接，你吸引到的财富就越多。

## 大财富跟随大数目

运动员就是一个影响力的完美例子。如果你打职业棒球，你的收入简直令人瞠目结舌。2009年，亚历克斯·罗德里格兹（Alex Rodriguez）签约了一个2.4亿美元的合同。原因何在？很简单，影响力定律便可解释。亚历克斯·罗德里格兹通过棒球向数以百万的球迷提供娱乐，他是在有效利用规模。对于任何一个专业的运动员，道理都是一样的。他们得到的报酬达数百万美元，因为他们为数百万的球迷提供娱乐。一个喜剧演员给数百万人带来欢笑，他的收入也超过数百万美元。大公司的总裁管理一个服务上百万人的公司，同时也获得了数百万美元的报酬。

再说一遍，这些都是利用影响力而获得内在价值。如果你想通过内在价值致富，你必须借助影响力定律的作用，站在一个可以影响数以百万的人的位置。要像一个运动员、明星或高级执行总裁那样，拥有不可替代的地位。

你不能像一个运动员那样拥有数以百万计的粉丝吗？那么你就直接找到这些人，为他们提供服务吧。举个例子，知名度很高的体育明星经纪人和运动员本人一样富有，因为他们和影响力定律有着间接的联系和接触。房地产经纪人通过打理富人的房产变得富有，因为他们间接地将自己和影响力定律连接在一起。影响力定律不在乎你用何种路线图、何时交易，不关乎其他任何东西，它只关乎数量的巨大。要么在小规模施加大等级的影响力，要么在小等级施加大规模的影响力。

·［等级］乔拥有一家商业地产开发公司。他在商业公寓中开发了14套可供分割的写字间，其每售出一套写字间的利润是40万美元，即14套（等级）×40万美元/套（规模）＝560万美元。

·［规模］乔写了一本详细介绍明星饮食的书籍。他卖出了800万册，每本书赚7美元，其赚取的利润是和上例相同的数额，即560万美元。

你越有办法做大数字，你就越容易获得财富。为数百万人提供服务就能赚取数百万美元的财富。想得大，才能赚得多。

本章小结：助你踏上快车道

※影响力定律表明，你影响的人越多，无论是在规模还是等级上，你就越容易成为富人。

※规模相当于快车道财富公式中利润变量的“销售单位”，等级相当于快车

道财富公式中利润变量的“单位利润”。

※吸引力定律不是规律，而是一种理论。

※所有白手起家的富人都能够追溯到影响力定律。

※影响力定律是绝对的，它可以来自直接路径和控制（假如你是运动员），也可以来自间接路径（假如你是运动员的经纪人）。

※要想获得数百万美元的财富，你必须要为数百万人服务，或者为拥有超强等级的少部分人服务。

# 第6篇 获取财富的工具：你自己

## 第22章 首先管好你自己

有果必有因，他们早就在春天就播下了种子。

亨利·戴维·梭罗

### 优先付钱给自己

要想在快车道成功，需要将车辆调试到最优状态，并随时准备启程。你就是实现财富的工具，你就是前进的机制，你负责开启你的旅程，因为这是属于你自己的旅程。

你肯定听说过优先付钱给自己的说法，它是慢车道行人的共同宣言，最初出现在乔治·克拉森（George Clason）于1926年出版的经典书籍《巴比伦富翁的理财圣经》（*The Richest Man in Babylon by George Clason*）中。这本书读起来很精彩，但从根本上说是存在缺陷的。

如果你不熟悉优先付钱给自己，那么我告诉你，它是一个慢车道的基本教义，它敦促你先存钱（支付自己）再做其他事——吃饭、加油、还车贷和其他账单。据称，这迫使走慢车道的人提高了他们的储蓄率，以加速其财富增长，即通过市场投资获得复利。

事实上，建议走慢车道的人优先付钱给自己，就像建议一个四肢瘫痪的人爬一段楼梯，这是徒劳无功的。如果你有一份工作，看看你最近一个月的薪水。你的应发工资和实发工资是一样的吗？当然不是，对于一些人来说，可能少了35%。而且，即便是免税的401K账户和个人退休账户等，也严重限制了你初期的财富积累，靠税前工资创造财富几乎是无法完成的任务。

如果你的主要收入来源于工作，你优先付钱给自己的能力会被削弱，因为政府才是需要被优先支付的对象！要想真正实现“优先付钱给自己”，你首先需要无限量地支付给自己，最后再支付给政府。你必须拥有自己的致富工具。

### 要想优先付钱给自己，你必须拥有自我

如果你不拥有自我，你就无法做到优先付钱给自己。你的致富工具（你自己）必须是自由的。当你有一份工作时，别人便控制着你。当别人拥有你的时候，你就不是被优先支付的对象，而是被最后支付的对象。

控制你致富工具的第一步就是拥有自己，这样你就可以真正地优先付钱给自己，最后再支付给政府。这是通过将你的工作变成自己控制的公司实现的。

公司是作为快车道工具存在的，因为它可以通过“优先付钱给自己”，而不是“最后付钱给自己”，马上给你带来税收优惠。当你拥有自己的公司之后，由于存在费用，净利润就会减少。剩余利润才需要向政府纳税。此外，公司将股东和所有者分离，不会占用你的时间。它是服务于你的业务系统的一个代理机构。

当你拥有一家公司的时候，每年要向政府支付4次税金，每季度都要支付预估的税额。如果你有工资单，你的税每次都是由你的雇主代缴的。我每年优先向自己支付365次，而向政府支付4次。这听起来像不像是一种既有利于“优先付钱给自己”，又有利于财富的架构呢？

## 如何拥有自己

和许多企业家一样，我犯了一个可怕的错误，就是把自己作为企业的唯一所有者。我们要避免那些将公司架构设计为个人独资或合伙企业的建议。这些架构（个人独资或合伙企业）都是有风险的，因为它们不会保护你，你要用你的个人资产承担无限责任。如果你是一个水暖工，是一个个人独资的主体，你不小心将切管机留在客户的房子里，客户家里的小孩因它而亡，你猜会有什么结果？由于你选择了一个不受保护的经营主体，麻烦将接踵而至。他们会控告你，你所拥有的一切资产都将被追索，而他们并不会起诉公司。你的快车道业务的最佳结构如下：

·C型公司

·S型公司

·有限责任公司

每个类别的公司都有其优缺点，但都有共同的好处，即只承担有限责任，税收上经济合算。

**C型公司**

该类公司的业务结构特点是存续期长，容易转让。企业利润按企业所得税税率征税，净利润可以分配给股东。

一些C型公司的股东利用这一架构，实施“收入分割”策略。该策略是将收入划分为所有者收入和业务收入，从而有效降低这两部分的赋税，对高额收入只选定其中的一个。当然，这本书并不讨论企业避税策略与公司设立形式，我们只将它作为快车道业务的一个可控的组成部分。

虽然公司和它们的所有者都需要纳税（营业利润和股息税），但是对于大公司和采用“资产增长”战略的公司来说，这样做是非常有利的。换句话说，如果你不打算分配利润，专注于用净利润提升“资产价值”，C型公司就符合你的要求。公开上市的公司大部分都是C型公司，它们不向股东派发股息，而只是增加收入和资产价值。

**S**型公司

S型公司和C型公司一样，但它不作为一个单独的实体征税。一旦被认定为“过手”实体，在企业层面是不征收税收的。但在个人层面，则反映为股东的个人所得税返还。S型公司也有一些税收优惠，其利润不用像独资企业那样承受高额的自雇税。然而，与C型公司可以有无限多的股东不同的是，S型公司的股东人数上限是100人，并且要求提供额外的文件。

有限责任公司

有限责任公司（LLC）就是一个具有类似于合伙企业或独资企业优势的公司。有限责任公司的利润要分配给其所有者，即合伙人，并反映在他们的个人所得税中。有限责任公司也被认为是“过手”实体，因为利润直接分配给股东。就业务合作而言，有限责任公司或S型公司是总体合伙企业的推荐架构，它不需要提供负债保护。

对于小型初创公司来说，我推荐采用有限责任公司或S型公司形式远离合伙企业和独资企业，因为它们要承担无限责任。创建一家公司并不像看上去那样可怕。根据你的情况，开一家公司的花费不会超过1000美元。在亚利桑那州，开办一家公司甚至只需区区几百美元。

## 选择一个实体

选择一个实体取决于你的目标和你的业务愿景。下面的问题可以帮助你做出决定：

·你的业务的退出策略是什么？上市，还是卖给私人投资者？

·你的资产增长战略是什么？

·在最坏的情况下，你的责任风险是什么？

·你打算现在就筹集资金，还是等到将来？

·你打算雇用员工吗？

·你计划招募新的合作伙伴吗？

·你打算快速赚钱吗？还是要等一阵子再说？

你的答案将决定你选择什么样的实体是最好的。在我的业务历程中，我一般采用C型公司和有限责任公司。最后，我申明我并不是一个会计师或律师，上述也并非专业的建议，所以，请咨询相关的人士确认（或反驳）我的建议。

本章小结：助你踏上快车道

※仅凭为别人打工做到“优先付钱给自己”是根本不可能的。

※拥有你的致富工具（你自己），开办一家公司，将管理者和所有者隔离开。你的公司就是你的商业代理架构。

※在快车道业务中，我们推荐的实体是C型公司、S型公司或有限责任公司。

# 第23章 生活的方向盘

你的生活结果是由你的选择造成的，不管你是有意识还是无意识的。如果你能控制选择的过程，你就能控制你生活中的方方面面。你会发现自由其实就来自掌控你自己。

罗伯特·班尼特（Robert F.Bennett）

## 贫穷的主要原因

贫穷是什么原因造成的？当然了，就是因为缺钱！但这是原因还是基本问题的症状呢？是缺乏教育吗？还是缺乏机会、缺乏积极的榜样或决心？不，这些都是症状。如果你追溯贫穷的源头，你会发现，贫穷的来源都是出自“选择”。错误的选择是导致贫困的主要原因。

## 问题的核心

随着收入的提高，我的胆固醇水平也在攀升。优质的生活道路将我带到了暴饮暴食的悬崖。医生给我的首选治疗方法是处方药。我拒绝了，因为我是想解决问题，而不是掩盖症状。

如果你对待财富的方式像一个大型制药公司和治疗症状的处方，而忽略真正的问题，你就不会成功。感觉累吗？服用这个药吧。想减肥吗？请服用另一丸。当症状阶段性地消除后，问题也就被忽视了。我拒绝胆固醇药，因为它只解决了症状，而没有真正解决问题。真正的问题是不良饮食，而胆固醇只是症状。

如果你的汽车油箱有点漏油，你会怎样修理它？从处理症状入手的解决方案是继续旅行，将车开到加油站，这样能确保加满燃料。从解决问题角度入手的解决方案是堵塞这个漏洞。一个是处理症状（油箱泄漏），而另一个是解决问题（油箱有一个洞）。用添加燃料的方式处理症状，是解决不了问题的。当停止处理时，问题依然存在。这跟成功和选择有什么关系呢？道理很简单，如果你没有到过你想去的地方，问题就出在你的选择。你所处的情况会影响你的选择。例如，每个人都喜欢关于成功的名言。下面是两个名言：

·是否具有持之以恒的意志往往决定了失败还是成功。

·成功意味着你有勇气、决心和意志去成为你想成为的人。

这些名言的问题是它们没有鲜明的观点。对于现实问题，它们是模棱两可的，而现实中需要做出选择。第一句话是讲坚持不懈的。你怎么坚持？你的反应是做出有意识的选择。岂止是一个选择，可能会有上百次选择，也许还有上千次。你不可能坚持一个选择。你不可能在某一天醒来后说："哦，今天我会选择坚持！"你必须每天都坚持，而不仅仅是一次！坚持不懈是经过许多次的选择才铸就而成的，最终会影响到你的生活方式。如果试了两次以后，你就放弃了，这是坚持吗？经历一次失败之后，你还能不能做到坚持不懈？

同样，第二个名言也面临同样的难题。决心不是一个单次的选择，而是数以千计的选择。你无法决定是不是有决心，你要不断地选择、协调，并做出承诺。

因此，快车道的成功绝不是只有一个选择。它是数百次选择积累的结果。当你面临一系列的选择时，选择就创造你的过程，过程就创造你的生活方式。生活方式的选择会决定你成为什么人。

## 你的生活方向盘

你的选择点燃未来生活的火焰。你的生活是由你不断积累的选择结果决定的，可能要历经上百万次的选择，它们由你自己设定。你的行为和反应，如相信、怀疑、理解、误解和一切塑造了你的存在。如果你对生活不满意，那么你的选择就要承担全部责任。去责怪你自己和你所做的选择吧。你的今天就是你选择的结果。

我用了26年的时间和经历了种种坎坷，理解了我的选择造成的影响。暴风雪阻塞了我的车，但我待在那里，是因为我选择了它。我选择了得到一份工作，我选择了低租金的业务，我选择继续生活在芝加哥，我选择了大学毕业后不去企业，我选择了我的朋友，我选择了我的商业追求。我选择了所有的一切，每次选择的那一刻重新安排了我的生活。我终于醒悟过来了，我就是我生命的掌舵者，我所有的问题都是我选择的后果，是我把自己推到了那里！

无论你在哪里看这本书，在火车上、在飞机上、在卫生间里、在一个破败的公寓中，或者在加勒比海的海滩上，这都是你选择的。我并没有强迫你读。这是你自己的选择。是的，你要怎样都是你自己的决定。如果你不快乐，你就需要重新做更好的选择。

## 选择富裕还是选择贫穷

想拥有财富和选择财富之间有着很大的不同。你可以选择人行道、慢车道或者快车道；你可以选择更具宏伟目标的生活，也可以让生活来选择你；你可以选择相信这些理论；也可以选择不相信。在这里起到决定性作用的就是你。

你的方向盘（选择）是你生命中最强大的控制力。我为什么憎恨慢车道？因为它否定选择，并将它交给别人——公司、老板、股票市场、经济环境和其他主体。

没有人愿意选择贫穷。他们之所以变得贫穷，是因为他们做出了错误的决定，结果慢慢地将自己陷入贫穷的泥潭。回溯一下贫穷的源头，你会发现，它是缓慢地、系统地、有条不紊地和稳定地被错误的选择引领。

·选择在考试或学习的时候作弊。

·选择在上大学的时候挥霍，因为你的父母在供养你。

·选择说谎而不是诚实。

·选择驾驶没有保险的车辆。

·选择坏人做朋友。

·选择看电视或读一本书。

·选择以每小时169千米的速度在最高时速90千米的限行区域行驶。

·选择抢劫巷口的便利店。

·选择暴饮暴食或酗酒。

·选择相信没有历史记录的人。

·选择欺骗身边很重要的人。

·选择用信用卡买东西。

·选择每个周末都去放纵自己。

·选择不考察资质背景就敲定供应商。

·选择每周玩电子游戏超过30小时。

·选择在认识后的4周内结婚。

·选择与不称职的合作伙伴开办公司。

## 通往叛逆的道路永远是开放的

我一直很喜欢街头飙车，因为拥有好几台不同的蝰蛇车，所以我在选择开哪一辆的时候总是左右为难。一个夏天的晚上，我喝了几杯酒，管不住自己，就在街头飙车。我的油门踩过了头，车失去了控制，擦过了一辆迎面而来的汽车，撞倒了一棵棕榈树。一瞬间，一根近10米长的棕榈树干横挡在我的车座上。我被逮捕后关进了监狱，并被指控酒后驾车和严重危害公共安全。

幸运的是，我没有伤到任何人，也没伤到自己。事实上，警官（他目睹了整个飙车的过程）说，如果我当时坐在副驾驶座，我早就没命了。我的生命在生和死之间悬于一线。我在反思，选择赛车是一个叛逆的决定。

叛逆的选择行为会对你的生活、梦想和目标造成无法挽回的损害。叛逆的选择带来的后果，会使你的生活驶入崎岖坎坷的道路，这不可避免，甚至会经常重现，永远无法消除。

要是我当时撞死了人，我至少会在监狱里待上几年，花钱聘请律师，还要生活在夺走别人生命的阴影中。我的生活会在瞬间发生变化。无论你有多少钱，你都免不了牢狱之苦，也摆脱不了夺走他人生命的恐惧。叛逆的选择将永远改变你的生活。

·杰克（Jack）想为他梦想中的房产融资，于是办理了80万美元的住房抵押贷款，尽管他的年薪仅有6.5万美元。由于宽松的信贷政策和急速膨胀的住房市场，他如约拿到了贷款。他没有认真阅读相关文件，心中自认为他的住房抵押贷款银行给他的利息是最优惠的。18个月后，他的利率开始被调高，这使他无法支付住房抵押贷款，无奈取消了抵押品赎回权。因此，他糟糕的信用记录开始困扰他，这持续了12年。期间，他无法获得新的住房抵押贷款，也无力去开发其他的潜在商业机会。

·安德烈（Andre）是一个快车道的百万富翁，他在28岁的时候就拥有了一切：金钱、美丽的妻子、健康的女儿和遍布5个区的7家餐厅。安德烈感觉他是世界上最棒的人。一个星期五的晚上，安德烈庆祝生日喝了几杯酒，酒后开车回家。他自以为“我没问题”。在回家的路上，他交通肇事撞死了一家4口。安德烈因酒后驾车被逮捕，在被定罪后，他度过了11年的牢狱生活，也失去了自己的企业和家庭。

由于多个叛逆的选择，安德烈的生活永远改变了。他选择酗酒驾车，选择自以为“我没问题”，这一系列的选择有很多，他本应该明智地做出退出的策略。但他却做出了不明智的选择。

最近在体育界发生的事件也能说明叛逆行为的严重后果。橄榄球明星迈克尔·维克（Michael Vick）因为从事犯罪活动改变了他的人生轨迹。他的生活将永远不会跟以前一样。他失去了尊严，也失去了两年的自由。他从选择参与犯罪活动开始做出过多次叛逆的选择。

全美橄榄球联盟（NFL）的另一个球员也做出了叛逆选择，且让他付出了生命的代价。你可能从未想过欺骗你的妻子下场会如此悲惨，但对于史蒂夫·麦克奈尔（Steve McNair）来说确实如此，他的情妇涉嫌在田纳西州纳什维尔公寓中枪杀了他。尽管他没有选择被枪杀，但是他选择了去追求那个女人，他选择了和那个女人保持关系，他选择了欺骗，他选择了这么做。我们并不是只谈论一个选择，众多选择才让他和背信弃义成为同谋。史蒂夫·麦克奈尔选择了装子弹的枪支，但是别人扣动了扳机。

你的人生方向盘是一个危险的武器。在你高速行驶的过程中，只要你猛拉方向盘，你就将自己置身于一条无法回头的道路上，如果更糟糕的话，你还有可能猛撞在两侧的混凝土墙上。就像汽车的方向盘一样，你的选择是超级敏感的。不幸的是，叛逆的道路总是一路绿灯，畅行无阻。人们常常陷入痛苦的深渊中，却忽略了正是自己的选择才导致如此。

## 你今天的选择影响终身

“等着瞧”是我母亲说过的话，言外之意就是“我是对的，你错了，时间最终会证明真相”。

在我还是一个叛逆的少年时，我想要一辆越野摩托车，在我的再三要求下，妈妈最终答应了，她说：“等着瞧吧。”妈妈不喜欢我的想法但是发出了警告指令“等着瞧吧”。没过多久，她的话成真了。那个血气方刚又自大无比的15岁少年，根本没有驾驶摩托车的经验，就敢用自己的生命冒险。我以每小时80千米的速度狂奔在土路上，结果跌倒在路上，我的手腕和两根手指都摔断了，膝盖失去了知觉，脖子差一点就断了。

后来，骨伤虽然痊愈，却留下了后遗症。几十年来，我的颈部时常疼痛，睡觉都不得不采用非正统的睡姿，以避免不适。我花了无数的时间和金钱，做各种物理治疗。很多次我都幻想能够回到那一天，我希望能够告诉那个傲慢的孩子事情的原委；我希望我能让他读到这一章；我希望他能明白他选择的所有结果和影响。

选择的后果常常持续数十年，对我们的生活带来影响。每一天我身体的不适，都让我想起了那个愚蠢的选择。今天，我仍要替那次选择偿付抵押贷款，而这种抵押贷款是不会一笔勾销的。

## 蝴蝶效应

你能在一瞬间就做出可以永远改变你未来轨迹的选择吗？你可以的，它的差异在于你要选择贫穷还是财富。

哪怕你对你的初始环境进行一个微小的调整（选择），随着时间的流逝也会发生牵一发而动全身的效果。想象一下，在一个高尔夫球俱乐部，当球杆正好击中球体之后，球就会径直钻进洞里。但当球杆稍微旋转哪怕一度，球的运行轨迹都会偏离。球体在受到撞击之后，起初误差是微小的，但随着球的飞行，误差会变得越来越大，再想让它重新回到预定赛道上是几乎不可能的。你今天做出一个错误选择，偏离轨迹仅仅才是一度，但过了多年之后，错误就会被无限放大。

随着时间的流逝，你的选择就会显现这样的分歧，这就是所谓的“影响差异”。当你的选择需要多年才能判断是否正确时，分歧已经扩大化了。分歧可能是正向的，也有可能是负向的。比如，当我从芝加哥搬到凤凰城时，随着时间的流逝“影响差异”显现出威力了。如果我没有做出这样的选择，我的生活可能会大不相同。我也选择了那份没有出头之日的豪华轿车出租司机工作，但它让我看到了一项业务需求。这也是一种选择，它让我具备了非凡的能量，并创造了积极的“影响差异”。

2003年，阿什顿·库彻（Ashton Kutcher）主演的电影《蝴蝶效应》（*The Butterfly Effect*）就是对选择影响力的最佳写照。在影片中，主角选择了返回到叛逆的青少年，你看到了那些叛逆的选择在穿越时间的时候，每个生命呈现出不同的结果。你看到的是影响差异！你要认识到你每天做出的决定在若干年后才会显现出影响力。问题是，你的选择是否会影响幸福和财富，或者抑郁和贫穷？

## 影响力的消逝

你的选择对未来有着显著的影响，你越年轻，它们释放的影响力就越强大。不幸的是，影响力随着年龄的增长而逐渐消逝。

如果你认为这个问题令人困惑，就设想一个与地球碰撞过程中的小行星。当一颗小行星在离地球数百万公里的太空时（代表你年轻时候的选择），哪怕轨迹只变化一度，也能拯救地球免于毁灭。这就是影响力的力量。当

这颗小行星接近地球时，一度的偏差变化并不会产生什么影响力，如果需要产生与之前相同的效力，就需要10度的偏差。对于我们这些老家伙来说，这会削弱我们选择的效力。

如果你是25岁以下，你拥有最大的影响力和选择空间，会释放出令人难以置信的力量。我在20多年前做的一个简单的选择，仍然能够影响到今天。这是一个非常强大的力矩！如果你影响你的选择，只需在一瞬间即能完成，但其后果会持续你的一生，尤其是在生命早期的选择。

你的人生选择就像一棵成熟的橡树，有无数的树枝。树枝象征着你选择的结果。靠近树干的树枝很粗壮，反映了你在生命早期的决定，而顶端的树枝是纤细的，象征着你临近生命尽头的决定。

年轻时候的选择具备最强的辐射力，能够催生出你的树干。随着时间的流逝，树枝不断攀升至树梢部位，它们就会变得越来越纤细。它们再也无力让大树弯向新的方向，因为躯干的年龄和经历都已经太老，它们的习惯早已得到夯实。

我的摩托车撞车事件具有深刻的影响力，因为直到今天我依然能感觉到它。如果你未婚，在23岁时有5个孩子，你怎么会判断你的选择之树会朝哪边生长？难道粗壮和径直的树就是你的选择吗？如果你总是逃课，在大学里碌碌无为地混迹4年，你选择的树将如何生长？如果你最好的朋友是一个毒品贩子，那么树枝又要朝哪个方向伸展？

戴维（David）在16岁的时候，出于一个恶作剧的想法，在校车里点燃了一个烟幕弹，14个孩子被迫吸入烟雾。幸运的是，那些孩子们迅速地扑灭了烟幕弹，但是戴维在少年拘留所里待了10天，这使得戴维的生活沿着不同的道路发展。戴维认识了鲁迪（Rudy），他传授戴维进行完美盗窃的“秘籍”。这驱使戴维选择了一个新职业——盗窃。在侥幸逃脱法律制裁7年之后，戴维最终被抓获了，他被指控犯罪并被判处9年徒刑。

如果戴维没有认识鲁迪，他现在会在哪里呢？成为一个消防员？银行家？选择及其影响力都是个人无法控制的。

艾丽莎（Alyssa）在17岁时，违抗父母的意愿，离家出走，并和一个31岁的男人住在了一起，这个男人是她4个月前在当地酒吧认识的。她男朋友向她介绍冰毒，刚开始她仅仅将它作为一个有趣的实验，但她很快就过上了吸毒成瘾的生活。艾丽莎开始用犯罪手段支撑她的毒瘾，包括从她的父母那里偷窃钱财。最终，她在一家商场中行窃时被抓，被判处3年监禁和国家强制戒毒。

如果艾丽莎听从她的父母，今天她会在哪里呢？选择及其影响力都是超越自我的。

哪怕是你在日常生活中所做的最小的选择，都会不断地改变你的生活习惯和生活方式。这需要一个过程，但最终会产生强大的影响力。你决定不去“快车道”，这本身就是一个结果。快车道过程是成百上千选择的结果。

无论你的年龄多大，你都要审视一下你的生活，分析一下你的人生有哪些分岔路，而你又选择了哪条路通行。走哪一条路是你的选择，每条路都将携带着强大的力量，带你通向不同的地方。无论你今天做什么决定，必定会影响到你的明天，或许是今后数周、数月、数年、数十年，甚至几代人。

如果你现在还没到30岁，那么你的选择处于峰值影响力阶段，它们将在你选择的树上发育成茁壮的枝干。你需要加速前进了！

本章小结：助你踏上快车道

※贫困的主要原因是糟糕的选择。

※你生命的方向盘就是你的选择。

※你的一切都是你选择的结果。

※成功是前行过程中的上百次的选择，结果形成过程。这个过程造就了你的生活方式。

※选择就是你生命中最强大的控制力。

※叛逆的选择给你的生活带来消极的影响。

※你的选择对于你未来的轨迹有着举足轻重的作用。

※你越年轻，你的选择就越多，你所拥有的能量就越大。

※随着时间的推移，能量会逐渐衰退，因为那些旧的选择已然使你积习难返。

# 第24章 将你的挡风玻璃擦拭干净

在我们看清楚自己之前，不能想当然地贸然行事。

夏洛特·吉尔曼（Charlotte P.Gilman）

## 将你的挡风玻璃擦拭干净

有一次，我在给自己的兰博基尼加油的时候，有一个十几岁的男孩跑过来问我，是否同意让他拍几张照片。“当然可以，去吧！”我回答道。他对着我的汽车吹捧了一番后说：“我得多拍些照片，因为我可能永远买不起它们。”

你听到这句话时，有什么问题吗？这个年轻人选择相信他永远不会拥有兰博基尼。他看不见自己挡风玻璃之外的东西。这是一个小小的选择吗？还是一个叛逆的选择？或者说是一个具有超级影响力的选择？

这个看似无辜的选择其实是和超级影响力背道而驰的。它是一个残缺不全的梦想。青少年的感知选择能力差，因此，他可能会永远平庸。他的陪审团已经对此做出判决，结果是：拥有一辆奢侈的汽车对他是“永远不可能的事情”。因此，他的选择反映了他的这种心态。不幸的是，他并不知道，那些自己为了隔离世界而构建的挡风玻璃的影响力，其实是微不足道的。

## 选择的认知

在上一章中，我们讨论了选择及其对你生活的影响。目前我所述的都是行动的选择，针对的是产生后果的行为。然而，如果你看得更深入，这些行为会导致什么？是什么促使你的行动和选择？下面，我们讨论选择的两种类型：

·认知选择（思维模式）。

·行动选择（选择阅读）。

认知选择是行动选择的动力。如果你相信某个想法，你就有可能按照这种信念行事。在加油站的那个青少年和我之间的差异在于，当我在孩童时代目睹了第一辆兰博基尼跑车时，我就想，“总有一天，我会成为它的主人！”我的这种信念很强烈，并且进一步体现为反映思维的行动选择。

你的选择受特定框架的限制，你头脑中固有的标签和分类结果左右着你。例如，当有人说“狗”，你可能会想到一只黑色的拉布拉多犬，而其他人想到的是狮子狗。当你在海滩上看到一座大厦时，你是觉得“幸运”呢？还是觉得“我永远不会拥有类似的东西”？做出更好选择的第一步，是从你的认知选择开始，因为你的行为会通过这些认知进化。

如果你失业了，你可以把它看成是消极的事件，也可以把它看成是积极的事件。当你因为超速行驶被抓的时候，你可能会生气，也可能会感激。认知选择和行动选择，一个是从你思考这件事情开始，而另一个是将自己的选择变成行动。

## 你的认知不是现实

几年前，我和女友在朋友家参加聚会。我们坐在一张小桌子旁，注意到一个精力旺盛的绅士轮桌与人交谈。他看上去像是在兜售什么东西。最终他到了我们的桌子前，粗鲁地说：“嘿，你想每月挣1万美元吗？”在聚会场合提出这个问题非常不合时宜，于是我决定调侃一下他。

我问：“一个月1万美元？真的吗？”他以为我已经上钩了，就想向我推销一个草药网络营销的机会。我打断他，笑着说：“听着，我每两天就赚1万美元，所以对我来说，你所说的机会将要打90%的折扣。你认为我会感兴趣吗？”他惊慌失措，夹着尾巴离开了。

从这个简短的交流中可以看出，这个人做了一个假设，即一个月赚1万美元是很多钱！其实并不是！钱是无止境的。搭乘快车道的幸运者每月会有六到七位数的收益。这里面的差异就是认知。

我还记得，我也曾认为1万美元是一大笔钱。那时候我连想都不敢想。如果你做出正确的选择，并行驶在正确的快车道上，每个月赚到上百万美元也不是没有可能。这种认知就产生了更好的行动选择。参加聚会的那个家伙呢？他选择了一条拥挤的道路。他不是自己创建一个多层次的营销公司，而是加入到营销公司的队伍中。他不是通过影响力来服务大众，而是成为大众的一员。

## 开始用语言“擦拭”你的挡风玻璃

你可以通过检查你的语言和想法来探查你的心态。我用下面这个发布在快车道论坛中的评论作为例子：

“我上星期五订婚了！这一段时间我的内心一直在苦苦挣扎，终于决定再做一次婚姻尝试。她是一个优秀的女孩，应该得到最好的，我想我可以给

她幸福。”

当你读到这句话时，你看到成功的保证了吗？还是在担心会失败？虽然我希望那个男人有最好的婚姻，但我看到的是那些缺乏自信的软弱言语：“尝试”“我想”。这种语言听起来就有问题，那我会相信什么呢？

“我上星期五订婚了！这一段时间我的内心一直在苦苦挣扎，但我决定这是最后一次结婚。她是一个优秀的女孩，应该得到最好的，我会给她幸福。”

注意这两句话的差异。一个很软弱，而另一个很坚定。两个说法看上去都在叙述同一件事情，但是一个意味着可能的失败，而另一个则暗示志在必得。你的内在语言承载着不同的分量。如果一个脑外科医生在手术前告诉你：“我想我能给你做手术，我会尝试着手术成功。”你听完后或许会发疯，你肯定以为这下完蛋了。

改变你的话语和思维，就类似于擦拭你的挡风玻璃，让自己能看到视野之外的东西。你如何管理你的认知选择？你应该使用什么语言？用“我从来没有……我不能……如果”，还是选择更好的词？“这是可能的……我会超越……我将……我能”。

如果你的世界充斥着“从不”和“不能”这样的词汇，那你么你很可能真的变得无能！在一个月内赚取100万美元有可能吗？当然可以，但是要问那个家伙谁来做这件事情。他的挡风玻璃和你的有什么不同吗？良好的认知选择能够转化为良好的行动选择，改变你的认知就能改变你未来的行动。

本书的目标是改变你对财富和金钱的看法。相信在任何年龄退休都是有可能的；相信老年并不是财富的前提条件；相信一份工作和一笔生意的风险是一样的；相信股票市场并不是一个有保障的致富之路；相信你自己从今天起，过几年就可以退休。

那么，如何树立全新的信念并抛弃那些陈旧的观念呢？你要寻找信息、资源和秉持全新信念的人们。就我而言，我只专注于了解一些人的故事，他们都能够快速获得财富并相信快速致富并不是一个神话。我从未发现有谁在19岁的时候，靠投入大量资金到共同基金而发财致富的例子。然而，我确实看见过24岁的百万富翁发明家、企业家、作家和网站创始人。如果你想得到不寻常的结果，就需要不寻常的思考。不幸的是，“不寻常”并不存在于被思维和信念推波助澜的社会压力中。

## 转向提示：更好的选择和更好的生活

在你的旅程不断推进的同时，要尊重自己的选择并问自己，这是一个很好的认知选择吗？是一个很好的行动选择吗？这将会颠覆我的梦想吗？会遮蔽我通往美好生活的挡风玻璃吗？这个选择会使我成为一个受害者还是一个胜利者？我选择的是投降还是接受挑战？

要改变你的生活就要从改变选择开始。通往百万富翁快车道的这辆车行驶在选择中，而不是停在柏油马路上。你要使用以下两种技巧做出更好的选择，它们取决于你打算承载的压力大小。

·更坏情况分析（WCCA）。

·加权平均决策矩阵（WADM）。

WCCA是为了让你远离危险的弯路和叛逆的选择。相反，WADM是用来帮助你对重大的突发事件做出更好的决定。这种双重技巧可以防止你做出极端的选择：既防止你做出灾难性的选择，又推动你做出优秀的选择。

更坏情况分析

第一个决策工具是WCCA，这就需要你具备前瞻性的思维，并进行潜在的后果分析。WCCA请你回答关于每个决定后果的3个问题：

·这个选择最坏的后果是什么？

·这种后果的概率是多少？

·这是一个可以接受的风险吗？

虽然这3个问题看起来可能冗长，但是你的分析过程都用不上几秒钟的时间。你不需要拿出笔或纸，仅凭着头脑就可以做出有意识的选择。当用WCCA策略分析你的选择的时候，那些潜在的不良因素就会暴露无遗，你就可以选择替代方案，将那些坏的选项轻易地排除掉。

我经常使用WCCA策略。例如，几年前，我在当地酒吧喝了几杯酒后，带着一个女人回家了。她打扮得花枝招展对着我耳语：“来呀。”认识她一共才两小时，我知道这根本不是爱，而是别的东西。

于是我启动了WCCA，分析选择酒后激情最糟糕的结果是什么：

·我可能会染上性传播疾病。

·我可能让她怀孕，我的余生将被这个人纠缠。

·我可能被指控强奸。

这些结果的概率是多少？

·标准：10%（判断她随意滥交）。

·妊娠：1%。

·强奸指控：0.5%。

这是一个可以接受的风险吗？我立刻推断不可以。我推断风险太大，有可能永远改变我的生活。我拒绝了那个女人进一步的要求，做出了一个更好的选择，将我的欲望压制起来。如果我没有拒绝呢？当然，我也会很快得到鱼水之欢，但之后呢？我可能会让这个女人意外怀孕，也有可能会染上性病，使我的健康严重受损，甚至将来再也无法寻觅伴侣。这一行动可能产生的后果有着深刻的负面影响，而我避免了这种风险。

WCCA策略在我开车的时候也发挥作用。无论我驾驶蝰蛇还是兰博基尼，都有一些白痴司机不停地向我挑衅，要求与我进行街赛。当然，我本可以在3秒钟之内完成加速冲刺跟他一较高下，但在这3秒钟之内WCCA接管了我的情绪。最坏的情况会是什么？我有可能杀死自己和别人。概率有多大？3%？我知道自己的赛车能力，危险系数非常高。我松开了油门，选择不和他们竞赛。另一个司机？他踩下了油门加速冲刺，不去理会可能的危险。好吧，也许还有一个原因，他驾驶的是一辆10年车龄的本田，而我驾驶的是兰博基尼。赢得了街头赛车，就赢得了人生，或许他是这么想的。

加权平均决策矩阵

你是否曾经纠结于做出一个艰难的决定？有一天你好不容易打算选择A方案，可是第二天你又辗转回到B方案。如果做出一个艰难的决定就和选择一个更大的数字一样简单，是不是心情会舒畅很多呢？

我使用的第二个决策工具是用来量化比较那些重大决定的。你应该知道它们：你应该选择去还是留？退出还是继续？是否还要回到大学进修？要使用WADM，你需要准备纸和笔。记住，WADM适合于重大的决定，所以你可能在一年中只会用到寥寥几次，而WCCA可以每天使用。

运用WADM做决策是很容易的，因为它可以排除和优先考虑与你的选择相关的因素，然后对每个决定进行价值量化。价值越高表示这个选择越好。如果你选择搬到底特律还是凤凰城，WADM将产生一个简单的数值评分，

比如底特律是88分，凤凰城是93分。基于评分结果，凤凰城是更好的选择。因为WADM是主观的，不受客观的影响，它是一个伟大的工具，帮你识别最有利于你的选择。

要想使用WADM，至少需要两个选项，选择越多越好。假如你目前生活在底特律，正在考虑移居到凤凰城。你纠结于你的决定，尚不能得到明确的答案。有一天你想迁移，第二天你又想留下来。通常，产生这种举棋不定的情形的原因是，每一个选项都包含太多的决定因素。

拿出笔和纸，在你的纸上画出3列，一列是“因素”，另两列分别是两个选择：“底特律”和“凤凰城”，如表24.1所示。

表24.1　列出加权平均决策矩阵的因素和选项

| 加权平均决策矩阵（WADM） | | |
|---|---|---|
| 因素 | 底特律 | 凤凰城 |
| | | |

第二步，在你的选择中哪些决定因素是很重要的？天气？学校？生活成本？离家远近？写下所有相关的决定因素，不管有多小。把这些因素写在“因素”栏中。你的WADM现在看起来如表24.2所示。

表24.2　列出加权平均决策矩阵的具体决定因素

| 加权平均决策矩阵（WADM） | | |
|---|---|---|
| 因素 | 底特律 | 凤凰城 |
| 天气 | | |
| 学校 | | |
| 生活成本 | | |
| 商业氛围 | | |
| 税收 | | |
| 治安环境 | | |
| 娱乐 | | |
| 离家远近 | | |

第三步，对每个决定因素根据重要性赋予1到10的权重，10是最重要的决定因素。并将数字写到该因素旁边。例如，你对季节变化很敏感，所以天气的权重是10。你的孩子快18岁了，所以你认为良好的教学系统并不是优先级，它的权重为3。为所有的因素都赋予权重。现在你的WADM看起来如表24.3所示。

表24.3　对加权平均决策矩阵的决定因素赋予权重

| 加权平均决策矩阵（WADM） | | |
|---|---|---|
| 因素 | 底特律 | 凤凰城 |
| 天气（10） | | |
| 学校（3） | | |
| 生活成本（6） | | |
| 商业氛围（2） | | |
| 税收（7） | | |
| 治安环境（4） | | |
| 娱乐（8） | | |
| 离家远近（7） | | |

第四步，为WADM的每个因素的权重赋值。底特律的教学系统？你给它2分。在凤凰城，你给它的教学系统3分，你认为它稍微好一点。在底特律你给娱乐打5分，因为那里是你强大的红翼俱乐部的家，而凤凰城只获得2分。继续在每一列为每个决定因素打分。你的WADM现在应该如表24.4所示。

表24.4　为加权平均决策矩阵的每个决定因素赋值

| 加权平均决策矩阵（WADM） | | |
|---|---|---|
| 因素 | 底特律 | 凤凰城 |
| 天气（10） | 2 | 8 |
| 学校（3） | 2 | 3 |
| 生活成本（6） | 5 | 7 |

续表

| 加权平均决策矩阵（WADM） | | |
|---|---|---|
| 因素 | 底特律 | 凤凰城 |
| 商业氛围（2） | 6 | 4 |
| 税收（7） | 6 | 7 |
| 治安环境（4） | 3 | 6 |
| 娱乐（8） | 5 | 2 |
| 离家远近（7） | 10 | 0 |

第五步，为每一行的评分乘以权重，将结果写在评分结果旁边的括号中。例如，在娱乐这一项中，底特律得分为40（权重8×评分5），而凤凰城得分是16（权重8×评分2）。做完所有行中的项目。你的WADM应该如表24.5所示。

表24.5　将加权平均决策矩阵的每个决定因素的评分乘以权重

| 加权平均决策矩阵（WADM） | | |
|---|---|---|
| 因素 | 底特律 | 凤凰城 |
| 天气（10） | 2［20］ | 8［80］ |
| 学校（3） | 2［6］ | 3［9］ |
| 生活成本（6） | 5［30］ | 7［42］ |
| 商业氛围（2） | 6［12］ | 4［8］ |
| 税收（7） | 6［42］ | 7［49］ |
| 治安环境（4） | 3［12］ | 6［24］ |
| 娱乐（8） | 5［40］ | 2［16］ |
| 离家远近（7） | 10［70］ | 0［0］ |

最后一步，将每个选择项所在列中的得分项相加，以获得最后总分。总分高的选项将是你的选择。你最后的WADM应该如表24.6所示。

表24.6　为加权平均决策矩阵的每一个选项计算总分

| 加权平均决策矩阵（WADM） | | |
| --- | --- | --- |
| 因素 | 底特律 | 凤凰城 |
| 天气（10） | 2［20］ | 8［80］ |

续表

| 加权平均决策矩阵（WADM） | | |
| --- | --- | --- |
| 因素 | 底特律 | 凤凰城 |
| 学校（3） | 2［6］ | 3［9］ |
| 生活成本（6） | 5［30］ | 7［42］ |
| 商业氛围（2） | 6［12］ | 4［8］ |
| 税收（7） | 6［42］ | 7［49］ |
| 治安环境（4） | 3［12］ | 6［24］ |
| 娱乐（8） | 5［40］ | 2［16］ |
| 离家远近（7） | 10［70］ | 0［0］ |
| | 232 | 228 |
| | 更好的选择 | |

在这个假设的例子中，你应该留在底特律，因为它得到的分数较高，为232分，而凤凰城的得分是228分。

只要你诚实地对各个因素赋予权重，那么WADM在你做重大决定的时候是一个不错的工具。我一生中多次使用WADM帮助我厘清艰难的决定。它证明了我需要搬到凤凰城，它在我是否出售自己的公司的问题上提供了独树一帜的见解，它甚至引导我搞清楚了一些糟糕的商业投资项目。

2005年，我有个机会投资一家拉斯维加斯的餐馆。在我对这个项目和创始人进行了详细的考察之后，到了需要做出决定的时候。我当时迟迟无法做出决定，于是运用了WADM分析，其结果表明我应该拒绝这项投资，这解决了困扰我的决策问题。我遵从了WADM的建议。一年后，我发现这项投资转移到了南部，而那些投资者亏损严重。WADM给我提供了清晰的决策依据，让我成功地避免了12.5万美元的亏损。

看一下地图，你会发现有成千上万的道路：高速公路、街道、大路、林荫大道，它们都通向不同的地方。你需要从这些道路中判断哪些是捷径，哪些是危险的弯路。而上述两个决策工具是你财富之旅的导航工具。

## 让你的眼睛离开后视镜

今天是你生活的起点，它也是你昨天曾经担心的明天。过往让我们记得不应该做什么，但不要忘记应该做什么。如果你的眼睛停留在后视镜，你就会停留在过去。如果你被困在过去，你就不能向前看。如果你不向前看，你就无法到达未来。

世界并不关心你的过去。它不关心你在高中时是不是穿过粉红色的裤子；不在乎你曾和弗兰西斯·弗兰肯（Francis Franken）吵架；不在乎你加州大学洛杉矶分校的MBA学位，也不在乎你贩毒的父亲，或者你在初中时尿床。世界根本不关心这些。只有一个人才会回忆起你的过错：你自己。

如果世界都不记得，你为什么还要想起它？作为三兄妹中最小的一个，我经常被粗俗的语言污辱。臃肿、愚蠢，诸如此类。然而，尽管我的兄弟管我叫了12年的白痴，我也没有成为真正的白痴。你的过去从来不会等同于你的未来，除非你自己愿意。

想想抛硬币的游戏吧。不管你抛它多少次，下一次的结果总是随机的。过去抛出的结果，不会影响到它未来的结果。你的过去也是同样的道理。即使你有5笔生意失败了，也不意味着你的下一次生意也会失败，特别是如果你从之前的失败中得到教训！你在3小时前卖过汉堡，那并不意味着明年就不可能成为百万富翁。世界会忘记这些，就像世界早就忘了我不久前还做过擦地板和送比萨饼的工作。

## 你的记忆会背叛你吗

你的记忆和你的选择是一样的。它们叛逆，悄无声息，抑或会产生积极效果。与选择的结果不同的是，你可以选择如何处理你的过去。过去的记录可以封存起来。

举个例子，假如你加盟投资一家餐厅，不久餐厅因经营失败而破产，你失去了一生的积蓄，你的记忆可以是叛逆的，也可是积极的。你的记忆和思维可能是这样的：“拥有企业所有权是一个很大的风险。我再也不会重蹈覆辙了”或“下一次，我要出售特许经营权，而不会去加盟。”前者是叛逆的，后者则是积极的。你可以选择框定在失败还是框定在过去，它会相应地服务于你或者阻止你的行动。

当我反思自己失败的时候，我会选择让它们服务于我的未来。这是一个负责任的过程。我从中学到了什么？将来我能改变什么？我应该忘记什么？

上次我的蝰蛇车遭遇撞击事故，差点要了我的命，我还清晰记得几乎失去一切的恐惧。我不想重复那种感觉。这段记忆服务于我的未来并使我发生变化：街头飙车是白痴。或者，我也可以为所欲为，继续在街头赛车，并到处吹嘘："我永远不会输给别的赛车手！"虽然我们的选择后果是无法被改变的，但你可以操纵你的记忆，让它服务于你。我的生活并不是在高中上体育课时被定型的。如果你的过去定义了你的存在，那你就不可能成为你将来要成为的人。

本章小结：助你踏上快车道

※你的认知选择决定你的行动选择。

※你选择接受还是不接受，将体现为你努力去做，或不作为。

※你可以改变自己的认知选择，途径是和那些将想法变为现实的人保持同步。

※最坏的情况分析有助于避免极端的选择。

※加权平均决策矩阵可以通过厘清可选项目和内部因素，帮助你对重大的决定做出更好的选择。

※世界不会去记忆你的过去，只有你自己才这样做。

※你的过去可以产生叛逆的影响，也可以产生积极的影响。你自己可以选择如何去处理。

※如果你的眼睛老是盯着过去，你就不可能成为你未来想要成为的人。

# 第25章 排除阻碍你的绊脚石

奚落是庸才对天才的颂歌。

奥斯卡·王尔德（Oscar Wilde）

## 快车道的天然障碍

人类最伟大的发明是飞机，因为它违背了重力，似乎违反了物理学定律。这么重的东西是如何飘浮在空气中的呢？是什么让奥维尔·莱特（Orville Wright）和威尔伯·莱特（Wilbur Wright）的成就如此杰出，不只是飞行本身，而是他们打破了社会旧观念。

·“飞行是不可能的。”

·“你们这群家伙就是疯子。”

·“你们是在浪费时间。”

·“愚蠢……”

莱特兄弟甚至在能飞行之前，就已经打破了社会的陈旧观念——灌输给年轻人的自然社会环境。快车道论坛上有一个帖子这样写道：

上幼儿园时，问孩子们有多少人会唱歌，每个人都争着举手。时间再过13年，向中学生问同样的问题，结果只有寥寥几个人举手。什么改变了？幼儿园的孩子们相信他们可以唱歌，因为没有人告诉他们不能。

这是一个完美的说法。我们不要听反对者的声音，因为他们已经适应社会环境了。社会也会在你的面前竖起一道恒定的屏障。你会担心偏离社会规范，因为不遵守规范会得到双倍惩罚。如果你想置身于普通人之外，你需要采取不寻常的方法，这并不会被每个人都接受。你追求的东西越神秘和卓越，就越需要突破社会教化的束缚。非凡的财富要求你拥有非凡的信念。

## 背对那些迎面而来的冷嘲热讽

如果你背对着冷嘲热讽，它会成为一种助推器。我必须这样做，否则我会失败。大学毕业后，我期望找到一份好工作，但我没有找到工作就直接创

业了。我的家人认为我疯了，说："你是在浪费5年的教育！"同龄人以为我是妄想："哦，亲爱的，你有两个商学位，怎么还靠送比萨和做豪华轿车出租司机过活？"我没有女朋友，因为我打破了"大学学历"被奉为童话圣殿的社会模式。

选择走快车道并积累动力，需要你背对着那些对你冷嘲热讽的人。你必须打破社会的惯性和他们的期望。如果你不忽略这种"自然重力"，你的生活有可能陷入乱成一锅粥的恶性循环之中，这是社会上正常人的生活方式：起床、上班、回家、吃饭、看几集《法律和秩序》（*Law and Order*）节目，然后去睡觉……日复一日，年复一年地重复。等到你醒悟的那一天，已经过去45年了，你还需要25年，才能让你的财务计划生效。随着时间的流逝，梦想早就泯灭了，还剩下什么？一个孤独凄凉的干瘪身体，你还能指望它做什么？

谁是阻碍你的绊脚石？

·一些朋友和家人，他们从未尝过快车道的甜头。

·兜售慢车道理念的教育机构。

·笃信财富与自己无缘的父母。

·那些声称房子是最好的投资的慢车道大师。

·那些宣扬今天投入100美元，50年后升值为1000万美元的慢车道大师。

·你所处的环境。

## 避开阻挡你前进的绊脚石

那些从不赋予你目标的人是你的绊脚石。他们在你的旅途中增加摩擦力。当你兴冲冲地付诸行动或者诉说你的想法时，那些人的反应是怀疑和不信任，他们习惯说，"哦，这行不通"，"这已经有人在做了"，"为什么要自寻烦恼"。在励志成功学领域，他们被称为"偷梦者"。

你必须背对着他们。每个企业家在生命中都会遇到这些夸夸其谈的人。这些人都是通往快车道的障碍。记住，这些人习惯于相信命中注定的路线，他们不知道快车道，也不会相信快车道的存在。他们视信仰之外的东西都是异类，当你跟他们说起快车道，就像和他们说外星语一样。作为生产者，你是小众人群，而其余的都是消费者。不要像"所有人"那样，你需要一个强大的防御，否则，他们的毒性会侵蚀你的心态。纵容那些惯性的、

消极的以及受限的想法的人就是叛逆，由于不受控制，会导致你同这些绊脚石一样，深陷在沙发休闲或者玩游戏的安逸消遣中。是的，正如那句古老的谚语“近墨者黑”。

你是一朵盛开的鲜花，需要保护，需要雨露和充足的阳光。那些消极的朋友、家人和同事都是乌云。你要学会保护自己，否则就要忍受逐渐被同化而沦为平庸的后果。

## 逃离不利的环境

你可能想修正影响人的不利因素，但是环境因素是不容易控制的。环境的不利因素都有哪些？

对我来说，它就是芝加哥。我罹患季节性抑郁症，十分需要阳光。芝加哥是飓风的逆风口，如果我想要阳光，就必须远离它。我终于逃了出来，搬到了一个地球上阳光最充足的地方。如果不是逃离了对我不利的环境，这本书或许就不存在了。如果我没能避开不利因素，现在我会在哪里呢？我知道我肯定不会在这里快乐生活，提前30年就退休了。不，我会在肯尼迪高速公路上遭遇堵车，因为过度服用抗抑郁药而变得神志不清。我可能早就死了。

我重新做出了一个选择，将自己从逆风环境转换到了顺风环境。虽然我不能把所有的问题都归咎于我的环境，但它们确实把对财富的“兴趣”和“承诺”得到财富之间的纽带割裂开了。

另一个障碍可能是你的工作。如果一项令你讨厌的工作消耗着你的生命，它就是逆风环境。经过日复一日的漫长工作后，你没有给自己的梦想和快车道计划留下任何东西。逆风使你陷入困境。

在我成长的过程中，西尔维斯特·史泰龙（Sylvester Stallone）是我研究过的最成功的企业家之一。虽然人们认为他是一个演员，但实际上他是一个企业家。他的产品就是他的电影剧本，这些剧本感动了数以百万计的观众，他只是在一个特定的情况下才出售他的产品，前提条件是他必须在片中扮演主角。

史泰龙对影响力定律毫不陌生。他的成功故事中的精彩之处在于，他靠坚持不懈获得了“正常”的工作。他发现，如果他不在一家企业工作，他的梦想就会破灭，因为他知道一份工作的重要性对他而言是不可替代的。他认为，一家企业的环境可能会遭遇逆境。如果你的环境正好遭遇刺骨的逆风迎面袭来，你就需要采取积极的措施来应对。是什么使你不断追逐你的梦想呢？掌握控制力并做出正确选择可以改变你的生活轨迹。

## 创造加速的风

我身处的环境就是我的逆风。对于你而言，它可能是消极的朋友，或者是其他慢车道的影响力。当你背对着它的时候，情况就产生了变化。当你与那些赋予你目标的人交往的时候，你就在身后创造了风，并积蓄了动力。积极的人会培养你不断成长，在你失败时安慰你，并为你的梦想投资。优秀的人会引导你通向梦想，他们不仅提供动力燃料，而且会协助你抵达目标。

人们就像道路，他们既能给你带来机会也能将你的生活置于绝境。这些道路的质量完全取决于个人的素质。想想在你生活中的关系，考虑如果一个排的战士随时准备投入战斗，你准备和谁打仗？你的朋友马克（Mark）总是迟到、撒谎，每星期六晚上都会喝得酩酊大醉；你的朋友露西（Lucy）每隔3周就要换一份新工作，她在商场里偷东西被抓，现在只能沦落到做别人的情妇。你能指望这些人吗？你想和他们并肩战斗吗？不，你需要挑选更好的战士加入到你的团队。

怎么才能做到呢？加入企业家俱乐部，参加社交活动，和有同类想法的人打成一片，和订阅快车道的人在一起，具备一切皆有可能的心态，下定决心为你的团队找到你想要的战士。多看看那些你想要成为的成功人士的书和自传，找到一个导师。加入企业家论坛，保持快车道的心态，就像快车道论坛一样！不出一个星期就会有人给我发电子邮件："这个论坛改变了我的生活！"这就是顺风！

伙计们，这是战争，而你的生活安危未定。你需要面临死亡毫无畏惧的战士，只有他们才能解除慢车道的牵引力，也不会在慢车道的迹象初现的时候成为惊慌失措的菜鸟。反思你的环境和人际关系，甄别一下你的阻力来自何方。然后选择加速的行动：看看这些不利因素是否可以被消除、忽略或者控制？不同于自然风，你是逆风的主宰者。成功只属于那些打破阻碍并将其甩在身后的人们。

## 重要的另一半？还是累赘

最糟糕的逆风可能会是坐在副驾驶座位的人。他们坐在那里不停地向你灌输愚蠢的想法，并不停地提醒你的失误。或者他们什么也不说，只是让你分心。他们摆弄收音机，调节空调大小，反复开关窗户，哼着那老掉牙的杜兰杜兰乐队曲调。或者他们对你指手画脚："查尔斯！查尔斯！这样做！那样做！转弯！不，别说话！"对你的旅行来说，这个人太危险，这个人又是谁？他是怎么跑到你的车上来的呢？

这个人正是你的另一半。通过与一些有抱负的企业家深入交谈，我对另一半（丈夫、妻子、女朋友、男朋友、未婚夫）有了更多的了解，他们可能会成为你最大的阻力。拥有一个不认同你人生理想和哲学的生活伴侣，简直是一场灾难。如果你的伴侣不认同创业理念，并执意坚持走慢车道，你能期望和她共同成长吗？有人陪伴着你一起打拼，这就是加速；如果他们站在你的对立面上，就变成了叛逆。

我的第一个女朋友也许会是一个贤妻良母。但她完全赞同慢车道理念，不理解我为什么那么热切地想成为一个企业家。我们的关系在我的事业遭遇挫折时陷于停滞，最后终于结束了。这不是我们的过错，我们只是分属于人生不同路径的两类人。

不良的人际关系是阻碍快车道走向成功的路障。它们消耗你的能量并湮灭你的梦想。就像一条逆流而上的船，不愿意乘客增加重量和分散注意力，有时代价再大也要卸载。是的，离婚就是叛逆，代价也很昂贵，无论是情感方面还是金钱方面。这条路已经很难了。为什么还要搭载一名和你的目的地不一致的人来增加重量呢？你是否和一个相信你并且和你具有同一目标的人有着良好的关系呢？还是你们的关系只是像温水一样不冷不热，只要足够舒服就可以？如果是这样的话，是时间评估你的乘客了。

本章小结：助你踏上快车道

※社会的自然引力不仅不是异常的，而且还普遍存在。

※有毒的人际关系会消耗能量，并会严重影响你的目标。

※你生活中的人就像是你的战友。他们会拯救你，帮助你，也可以毁灭你。

※良好的人际关系会加速你的进程，而糟糕的关系会阻碍你的发展。

# 第26章 你的原始燃料：时间

时间不是商品，不可以像一块蛋糕那样被传来传去。时间是生活中的一种存在。当有人想请你花点时间时，实际是在要你生活的一部分。

安托瓦妮特·博斯科（Antoinette Bosco）

## 6美元桶装鸡肉套餐

为什么大多数人不会变成富人？从桶装鸡肉套餐上就可以知道答案。有一则新闻：一家大型快餐店提供免费的桶装鸡肉套餐，顾客只要有互联网上的折扣券就可以换领一份。人们争先恐后地涌向那家快餐店，排几小时的队，才能免费领到一份价值6美元的桶装鸡肉套餐。知道为什么人们会为了免费品尝排几小时的长队吗？

你是其中的一员吗？

虽然在别人看来这司空见惯，而我一直对此的反应都是：这些人到底在想什么？他们从来都把自己的时间价值当成零，觉得时间是不要钱的，就像我们呼吸的空气。他们以为时间很充足，是无限量供应的。他们似乎觉得自己会长生不老。他们很肯定地以为，生活的燃料永远不会耗尽。

我想知道，假如这些人的生命只剩下3周，他们是否还愿意排队领一份免费桶装鸡肉套餐？如果他们还有3个月会怎样做？3年呢？生命期多长的时候，人们会将花3小时排队领取免费鸡肉套餐当作很好地利用了时间？这个油腻腻的鸡肉套餐的真相是：不把自己的时间当回事，你就会贫穷。如果你将浪费时间当作自己选择的生活方式的话，你将无法到达你想去的地方。

看看自己的身边，你的朋友、亲人和同事是怎样对待时间的？他们会为省4美元去排长队吗？他们会为省10美元而开40分钟车吗？他们会赖在沙发上急切地等着看谁赢得了“跳舞比赛”吗？通常，美国人每天要看4小时以上的电视节目，如果活了65岁，就有9年时间用在看电视上。这说明了什么？很简单，生命被浪费了。生命需要挥霍，生命无足轻重。指给我谁花几小时玩网络游戏“黑手党之战”或“乡村度假”，我就能告诉你他是否很成功。当生活变得颓废，人们就想要逃避，我不需要电视，因为我将时间投入到真正有价值的生活中了，而不是每个星期四晚上8点寻求虚幻的逃避。

再说一遍，大多数人的想法只会导致平庸，对于他们来说，时间的价值被低估了，并被不经意地浪费掉了。

## 泰坦尼克号：你的船多久会沉没

为了省钱而排长队的人应该举起一个标志牌，向世界宣告“我把钱看得比生命更重要”。然而这种选择是大错特错的。

1997年的影片《泰坦尼克号》（*Titanic*）很好地说明了时间重于金钱的道理。那艘大船下沉时只剩下几只救生艇了，比利·赞恩纳（Billy Zane）扮演的富有的钢铁大亨卡尔登·霍克利（Caleden Hockley）与船员讨价还价，愿意用现金交换一艘救生艇的座位。那位船员坚定地回绝了大亨：“你的钱既不能救你一命，也救不了我。”

好好回味一下这句话，你的钱既不能救你一命，也救不了我。真给力！在那8秒钟里，时间展示了其真正的价值，我们不得不面对滴答作响的死亡时钟。你可以看到，一旦你的生命走到了终点，你就完蛋了。当你的生命之钟停止摆动，多少钱都救不了你的命。

奉行快车道原则的人明白，时间是生命的油箱。油箱耗干时，生命就会结束。时间是你拥有的最伟大的资产，不是金钱，不是福特1969年产的野马轿车（Mustang），也不是祖父收藏的金币。

事实是，我们每个人都在一艘即将沉没的大船上。你是这样对待时间的吗？时间是否被公平对待？或者你在浪费你的燃料，就像油箱里的油永远不会耗完？

## 生时口含银匙，死时两手空空

时间是伟大的平衡器。你出生时加满了燃料，那里没有加油站，而你一开始呼吸之时，就已经是满的。

时间只存在于你的寿命限度之内。当然，如果身体健康也可以把76岁的寿命延长到82岁。对于寿命而言，时间是有限的。人类最大的偷盗行为就是浪费时间，就好像时间是用之不尽的。

实际上，时间极度稀缺，而金钱却非常充裕。每一天，全球货币市场上都有3000亿美元在做兑换交易。那可是300000000000美元啊！这等于说，即便你每天能花掉100万美元，这样连续花8000年，你仍然无法花光3000亿美元。而这相当于寿命的109倍，这只是货币市场一天的交易量。货币是充裕的，而且只要各国政府继续印钞票，就始终是充裕的。

既然你没有8000年那么长的寿命，不正是说明了金钱是充裕的，而时间不是，对吗？你总能赚到更多的钱，但无法避免死亡。金钱财富的讽刺是无论你有多少钱，最后终究什么也带不走。你的油箱在一分一秒地消耗，你却无法回避这个问题。无论你生活得快乐还是压抑，都与时间无关，它只会不断流失。既然时间是稀缺的，为了6美元的鸡肉快餐花费3小时难道不是非常没意义吗？

## 受到约束的时间是自由的赎金

你的寿命是由两类时间构成的，可自由支配的时间和受到约束的时间。即：

寿命＝可自由支配的时间＋受到约束的时间

可自由支配的时间是你可以根据自己的意愿使用的时间。例如，看电视、在公园里散步、玩视频游戏、睡觉、吃东西、度假。如果你和绝大多数人一样，那么你的可自由支配时间是在晚上和周末，这些时间不是用来赚钱的。

受到约束的时间正相反，它是所有用来赚钱的时间。当你早晨醒来，冲凉、穿衣服，然后开车去火车站，等车，坐车上班，然后工作8小时，这些都是受到约束的时间。当你花去全部周末时间给自己“充电”时，这就是受约束的时间。受约束的时间涉及实际的工作，而且你必须去做这个工作。晨礼、上班、在家整理报告、孤独“充电”……总之，只要是用来赚钱的时间都是受约束的时间。

如果你中了乐透彩票，你会辞去工作，因为不再需要受约束的时间了，它们突然被换成了可自由支配的时间。金钱可以买来自由时间，减少受约束的时间。尽管如此，你的自由时间也不是免费的，需要用受约束的时间换取可自由支配的时间。你可以享受2周假期，那是因为你为此付出了1年的受约束时间。你可以舒适地坐在沙发上享用一杯冰啤酒，因为你之前已经整整工作了8小时。受到约束的时间变成了你换取可自由支配时间的赎金。

## 好坏时间

时间有好坏之分。好的时间是可自由支配的时间，而受到约束的时间就是坏的时间。慢车道占用的是工作时间和投资在市场上的时间。记住，上5天班才能休息2天，不是一个好的交易！用时间作为评判的财务计划不是一个好的计划。

如果你生为奴隶，你的时间100%受约束，而可自由支配的时间为零。尽管你无法掌控全部时间，但可以控制时间的比例。一周中，一天受约束时间和6天自由时间不是挺好的吗？如果你可以从受约束的时间里偷走一些作为自由时间，那么生活中的好时间将会比坏时间更多。

## 把废物丢进垃圾桶

如果你参加过短程赛车就会懂得，每一盎司重量都攸关成败。赛车手会将一切不必要的东西移走，以使赛车尽可能轻。这样可以提高效率、速度和表现，更快地冲向终点。不必要的重量会让赛车更吃力，同样在我们获取财富的旅途上，增加负重是一种罪恶。装满垃圾的车会拖累我们，当你长时间工作时，你会筋疲力尽，彻底被拖垮。这种令人变得虚弱的负重是寄生性债务。

寄生性债务是你亏欠这个世界的。这是受奴役的生活方式产生的废物。你那辆闪闪发光的英菲尼迪需要分期支付60个月，你住的房子是用30年以上的抵押贷款购买的，你买的时髦设计师设计的服装只穿4个月就过时了，那个嵌入式的家具也早已不时髦了。所有这些都成为强迫你去赚钱的累赘。一旦你被迫去工作，就限制了你的选择空间，而有限的选择阻断了你的道路。没有什么比一只寄生虫趴在我的脖子上吸血更让我害怕的了。寄生性债务对于你的旅程而言是不必要的负重，是偷走你的时间、精力、自由和健康的吸血虫，对于财富是绝对有害的。

## 寄生性债务消耗了可自由支配的时间

造成受约束时间的首要原因就是寄生性债务。你肯定听说过“心灵窃贼”这个说法，而寄生性债务就是“生活窃贼”。寄生性债务是条贪吃蛇，吞噬你的自由时间，留给你的是受约束的时间。任何迫使你去工作的债务都会消耗你的自由时间，将其变成受约束的时间。

债务会导致时间持续流逝。既然时间只有那么多，那么增加的受约束时间，就只能来自你的可自由支配时间。

## 寄生性债务的成本

普通美国人欠的账要比他们赚的钱多。因为信用卡，他们过着受约束时间奴役的生活。由于总时间是有限的，受约束时间会挤掉可自由支配的时间，导致你偏离主道。

下次你借钱买那些时髦小玩意时，要明白你到底是在买什么东西。你在买

寄生性债务，那会吃掉你的可自由支配时间，将它们变成受约束的时间。

如果你买一套标价4000美元的音响系统，而你每小时赚10美元，那么其真实价格是多少？这东西到底有什么价值？它的价格就是你的400小时的可自由支配时间，因为你必须工作400小时，才能付清这笔钱。如果加上10%的利息，成本就要上升到440小时的自由时间，这些就是你给自己增加的负担。所以下次你掏出信用卡的时候，计算一下真正的成本。看看需要牺牲多少小时的自由时间。我们买的每样东西都不只是一个成本，而是两个：

·实际美元成本。

·可自由支配的时间变成了受约束的时间。

## 巧克力饼干法则

当我第一次搬出去自己住时，很快就明白了巧克力饼干法则：如果饼干没有放进购物车里，就不会到你家里，也不会吃进你嘴里。而如果你没有吃饼干，它就不会变成你身上的脂肪。

寄生性债务也有同样的法则。控制寄生性债务需要控制好源头——即时满足感。下次你在百货商店禁不住想买一些小玩意儿时，问问自己："这个东西会不会不久后就被扔在一边，最后和其他废物一起堆在车库里？""4个月后，这件看上去傻不拉几的T恤衫会不会被丢在放杂物的柜子角落里，和刷漆时穿的工作服放在一起？"还有，当你下次再买自己买不起的流行时装时，你就打开了寄生性债务的阀门，水再一次流淌到歧途去了。

如果不是用信用卡付款，就不会成为寄生性债务。那样你就会成为自由时间的保护者！想想吧！买这个东西会有压力吗？我亏欠它还是它会有负于我？有些人选择铁窗下的奴役生活，有些人选择天鹅绒墙壁后的奴役生活，两者其实是一回事。终极财富是自由自在地过你想要的生活。所谓的快车道是同时在生活方式和时间方面都非常富有。

## 忽视可自由支配的时间导致贫穷

不管是富人还是穷人，大家都平等地享有和消费时间。每一天，你我都在使用时间。时间是公平的，没有人的时间可以比别人多。每个人的一天都是24小时，没有人会获得不公。无论是你还是我，我们全都有24小时。时间就是最终的均衡器。

那么为何只有很少人变得富有，而剩下的大多数人不得不每天紧巴巴地过

日子呢？他们的差别在于对待时间的价值、选择的路径和寄生性债务方面。想猜猜富人和穷人的行为是怎样的吗？

·一觉睡到大中午。

·连续看几小时电视。

·多开两小时车，就为了节省20美元。

·为节省100美元买多次中转的机票。

·花费几个小时浏览社交网站和八卦博客。

·打魔兽世界游戏的水平达到10级。

·观看芝加哥小熊队的每场比赛（开个玩笑，我知道你们都是小熊队忠实的粉丝）。

在导致贫穷的复杂原因背后，你会发现对于自由时间的错误估值，会导致做出糟糕的选择。“时间弃儿”是指对时间做出错误估值的人们。这些人一大早4点钟就去沃尔玛门口排队，只是为了抢到开市的廉价货。这些人在百思买门口打地铺睡觉，只是为了抢到一台免费的32寸高清电视。这些人会等在宜家门口，希望拿到一份免费早餐。

时间弃儿们也是极其简朴的人。他们连1美元都不舍得放手，生怕失去后不会再得到。然而，极端节俭并不必然能够省钱。比如，我的一位老朋友想要一辆健身自行车，发现在她家几千米外的一家商场里有售。我告诉她，在附近多花29美元就可以买到。然而她是一个极其勤俭的人，她没有听我的，为了节省29美元开了一小时的车到几千米外去买。总共花了多少时间呢？两个半小时。不算汽油和她的时间价值，大概每小时5块钱，而她工作一小时也不只得到5块钱，却愿意用这样的代价浪费她的自由时间。不会算账的节俭者愿意为了省钱而浪费时间，但其中浪费的时间是节省的那点钱无法弥补的。

如果这些人的生命还剩下3个月的时间，他们还会带着睡袋在百思买门口等候吗？如果还有6个月呢？6年呢？在还剩下多少时间时，这些人会收拾起摊在人行道上的睡袋说：“天啊，我为什么要睡在一家电器店的门口？这是明智的生活吗？”失败者才睡在人行道上呢。

奉行快车道原则的人在决策时会优先考虑时间，因为这是我们最有价值的资产。奉行快车道原则的人对于时间很珍惜，而普通人则更珍惜金钱。失败的人和普通人将金钱作为其决策时的唯一依据：哪个工作的收入最高？

哪个东西最便宜？如何才能获得免费鸡肉套餐？在他们眼中，金钱是紧缺的，而时间负责善后和打扫战场。如果你想变得富有，你就得像富人那样思考。时间为王。

本章小结：助你踏上快车道

※奉行快车道的人视时间为一切资产之王。

※时间是极度稀缺的，而金钱则多得是。

※受约束的时间是你用来赚钱的时间，自由时间则由你随心支配。

※你的生活是由自由时间和受约束时间两部分组成的。

※自由时间是需要用受约束时间购买和支付的。

※奉行快车道的人努力将受约束时间转变成自由时间。

※寄生性债务会吞没自由时间，并将其转化为受约束时间。

※放纵的生活方式有两方面的成本：自身的金钱成本和自由时间的成本。

※应该控制住寄生性债务的源泉——即时满足感。

# 第27章 换掉脏机油

人们忘掉了在学校所学的东西之后，剩下的就是教育。

阿尔伯特·爱因斯坦

## 每5000公里要更换机油

车主的第一课就是：每5000公里更换机油。如果忽略这一条，你的车在寿命期未到就会报废掉。更换机油可以让你的车行驶效率更高，而脏机油会变得黏稠，破坏车辆运转，导致汽车在路边抛锚。

快车道的旅程也需要经常更换机油。那么机油是什么呢？机油就是教育、知识、社会常识。

必须根据不同目的使用合适的机油。不成功的人不会操心机油，在开了5000公里之后，他们就到地点了，学校就是他们的最后一个加油站。慢车道上的人加油是为了提高其内在价值，他们用高等教育和证书获得更高的薪水。快车道上的人会及时更换机油，直到车报废。

## 毕业并非终点，而是起点

直面现实。你今天所知并不足以应对明天之用。你必须不断更新自我，这就需要教育。不幸的是，毕业通常是教育结束的信号。不管你毕业时多少岁，你的成年生活就要开始了。派对结束了，真正的生活开始了。毕业后停止学习是财富自杀的行为。最有效的赚钱时段就是从毕业之后开始的，难道在正规学校学习之后继续接受教育不是很明智的事情吗？

吉姆·格拉赫（Jim Gallagher）11年前就从学校毕业了，现在还在失业。吉姆是一名股票经纪人，但是由于互联网技术的普及，他的专业技能出现了危机，开始变得无用。吉姆接受过的工作培训已经过时了，不再适应现时需要。世界已经变化了，而吉姆和他所接受的教育没有进步。吉姆临时在一家本地家私店做销售工作，他的财务计划落伍了，因为他一直在用11年前的机油。吉姆未能更换机油，所以他通往财富的道路出现了问题。

教育就是你的机油，是你奔向财富之路的关键所在。当你不断接受新的教育、掌握新技能以及新能力时，新的道路就向你开放了，事情会进展顺利。适合的教育可以提供令人难以置信的动力。

## 教育的角色

无论对于快车道还是慢车道上的人，教育都是非常有用的，但在两种情况下，它们的角色是截然不同的。在慢车道上，教育被用作提升内在价值，而在快车道上，教育被用来搭建和发展业务体系。而且，快车道教育所用的方法不会产生寄生性债务或从众情况。教育的目的是让你的摇钱树长得更壮、业务体系的力量更强大。你不再是轮毂上的一颗螺丝钉，你学习如何制作轮毂。

如果我参加的是“聘请一流销售人员”的培训班，我会积极参加那些有助于加强我的业务的活动。如果我读的书讲的是如何建立新互动网站特性的电脑技术，我就会尝试用其改善我的业务系统。再强调一遍，快车道的教育是为了加快业务体系的成长。相反地，慢车道教育用于提升接受教育者的内在价值，它是这个系统中的齿轮轴。

快车道论坛的一个用户曾有机会报读MBA课程，他问我是不是值得参加。我的答案通常是否定的，但是这次情况有些不同。首先，读MBA没有资金成本，只有时间成本，因为是政府承担学费。其次，这个人认同快车道理念，所以他的目的不是提高自己的内在价值，而是扩大知识面，用于形成一个快车道系统。因此，我表示支持。

## 我不知道如何去做

如果换机油需要将你的汽车搁在支撑架上几个月或几年，结果会怎样？你的继续教育不应该带来从众问题或寄生性债务，而只能用于建构你的快车道系统。如何做？让社会成为你的大学校园。是的，你就是你自己的大学。

你可以问问任何一位成功的企业家，他们都会证明这个真理：你必须投入、动手去做以及与他人建立联系，而不只是从书本或教授那里学到东西。但是你会大叫道：“我不知道如何去做！”这是最常见的借口。那么，为何你不知道怎么去做呢？你不知道是因为你还没有教会自己怎么做，或者你并不特别急于知道该怎么做。你看，找“我不知道如何去做”的借口比主动学习知识要更容易。在今天的信息社会里，绝对没有借口说自己不知道该怎么做。

我在大学修读了两个学位：市场营销和金融。它们都与计算机科学无关，我毕业时没有任何计算机编程的经验，但是我却在互联网上赚到了几百万美元。很有趣对吧？在13年昂贵的正规教育过程中，我没有上过一节有关互联网或网页技术的课。我的计算机课程仅限于商业入门课的水平。如果

我不去学校学习互联网，怎么可能掌握这门技术呢？我努力频繁更换我的机油。我自己教育自己，我读书、泡图书馆。我在网上花费几小时时间阅读文章、教程和百科知识。我去寻找和吸收知识。

几年前，当我开始互联网媒体生涯时，我本来可以轻易放弃，并找个明显的理由：我不知道如何去做！我不知道如何为一个网页编写程序！我不知道如何设计图形界面！我不知道如何管理服务器！我不知道如何撰写市场营销文件！这些借口就像一个塑料口袋，只要你把脑袋伸进去，随时都能够窒息你的梦想。相反，我对网站的愿景没有终止于“我不知道如何去做”，而是将它作为起点。所以，把你的脑袋从塑料口袋里拔出来吧！

如果我没有更新我的技能（我的机油），我的旅程将会停滞。我对知识的虔诚追求使得我在一个不断变化的世界中保持高效，并奖给了我搭上快行道的机遇。教育不会终结于学校毕业，而是起步于此。最重要的是，我的自我教育是第二个引擎，使得我可以加速驶入快车道，而且我的技能并没有引发寄生性债务或“随大流”问题。

## 教育是免费的

免费世界里的最大歪曲是对知识使用不足。走进你家附近的书店，闻一闻。闻到了吗？那种气味就是无限的知识的味道。

去你家附近的书店逛逛吧。联排成架的书，随意取阅。想象一下，如果你可以消化吸收每一本书、每一张图表和每一句话，“我不知道”还会阻碍你成功吗？我很惊讶教育是免费提供的，却仍有很多人选择不接受教育。教育是树上待采摘的果实，需要的只是一架梯子。但是大多数人将自己局限在“我无钱接受教育”。这只是一个偷懒的借口而已。

教育是免费的。无穷无尽的知识就在你的手边，挡在你面前的唯一障碍就是你自己。是的，就是你！关掉电视机，拿起一本书，开始读吧！停止玩“吉他英雄”游戏，去泡图书馆吧！放下该死的游戏机，好好读书吧！专心致志的快行道上的人整个星期都在看书。他们参加研讨会，光顾商业论坛，经常用谷歌搜索各种话题和策略。

你无须天分，只凭借坚定和努力就可以成为某一领域的专家。世界上不存在什么书本可以让我变成专业篮球运动员或一名专业歌手，但是可以将新手打造为其他任何行业里的专家。你可以成为一名货币交易专家，或者是房地产、商业、网络编程、市场营销方面的专家，也可以成为一名演说家。任何无须身体天赋的行业的专业知识都属于此范畴。需要什么条件呢？你的承诺，以及最重要的一点——去做！

当我装修自己的住处时，我的门厅需要做人造画喷涂。人造画喷涂是一种复杂的喷漆技术，可以做出丰富的具有层次感的光亮表面。我有两个选择：一是找专业人士来做；二是自己学着做。因为我已经不再打工了，我认为这是一个有趣的挑战，所以我想试试身手。

我上网浏览，看了几小时的视频教程，然后打开家得宝（The Home Depot）的网站，买了一些工具，又花了几天时间在卡纸板盒子上操练了一下。不到一周时间，我就能熟练干这个活了。我用一周时间学会了一项新技能。几天前，我还处于“不知道如何去做”的状态，几天之后，我就拥有了一项随时可以施展身手的新技能。最好的人造画喷涂工收费是30美元/米。只用了一周，我就学会了一项技能，又打开了通向快车道的一条小路。

技能和专业知识就在那里等着你。没有人会放一本书在你桌上或把知识当作礼物送给你。你得自己去寻找，去尝试，去用它。知识的获取和应用会让你变得富有。

那么你是在哪里发现知识并不昂贵的呢？就像你呼吸的空气，它总是围绕在你的周围，就像是一颗等待采摘果实的苹果树。

·书店：对于你花在教育上的投资来说，书店给予的回报是最高的。不管你是买是借，甚至是顺手拿的，去读吧！

·图书馆：是最大的免费知识库，可以去除“我没钱买书”的借口。我就是从图书馆开始起步的。

·网上论坛：在这里可以找到和你有类似想法的人，并从那些成功者身上学到经验。去搭个顺风车吧！

·网上课程：可能非常贵，但是很方便。

·研讨会：好的研讨会可以带来价值，它们是由合适的机构组织的，而不是那些暴发户。

·电视：有线电视已经让电视具备了教育功能。远离那些不现实的垃圾电视节目，调到有教育价值的频道：历史、发现频道、科技、家园频道（HGTV），军事和国家地理频道等。

·持续教育课程：主要由社区学院提供，包括了大量特定专业的非正式培训课程。

·免费杂志：浏览TradePub.com和FreeBizMag.com，可以免费订阅你感兴

趣的杂志。

不幸的是，尽管我们身边有无穷无尽的知识，大部分人还是视若无睹。下面这段内容是摘自成功的房地产投资人隆尼·斯克鲁格（Lonnie Scruggs）有关教育的评论：

我过去同时打两份工。教育改变了我的生活。在我学会如何让我的钱发挥作用之前，我什么活都干。我那时确实很无知，认为财务自由的答案就是同时打两份工。那就是我做了多年的事情。最终我意识到，一天里没有多少小时，我无论一个月干了多少小时的活，都无法达到财务安全水平。应该存在一个更好的方法，于是我开始去找它。

当我意识到教育和知识就是我要找的答案时，我便下定决心去接受教育。在那之前，我接受的不过是“上学”而已，而现在意识到自己需要某种教育。回顾过去，我看到自己没有做那些很多人在做的容易和有趣的事情，但是我做了正确的事情。今天我享受到了财务安全和自由，我可以做自己想做的任何事了。

我的很多朋友仍在打工，寻求他们永远也不会了解的财务安全。他们有同样机会做出和我一样的选择，然而他们总是选错。他们都上过学，但没有接受过为其提供财务自由所需的教育，他们很羡慕我的运气。

你能做的最好的投资就是投资你自己。所以应该乐意为自己的教育花钱，否则日后早晚要为缺乏教育付出更大代价。你今天所做的选择将决定你未来的财务状况。要确保自己做出正确的选择，因为你将不得不承担那个选择造成的结果。

富人明白教育不会在毕业典礼之后就结束，而是刚开始。时代在向前发展，你的教育必须跟随它的脚步，否则你将陷入平庸。

## 我没有时间

紧跟在借口“我不知道怎么做”之后的是“我没有时间”。难道你真得找不出一点时间更换你的机油吗？“我是认真的，除了工作和两个孩子之外，哪里还有时间？”时间挤一挤总是有的。只要你留意一下现在所做的重复性活动，就会发现更换你的机油并不困难。尽管时间可能是线性的，但是可以在一个时段同时做两件事情，这就像那句老话说的，“一石二鸟”。最大化利用时间，就可以最大化你的财富。试试在一个时间段达成两个目标，让生活成为你的大学。这里有一些挤出时间的“生活大学”策略：

·“驾驶”大学：在堵车时听听有声图书或财经新闻，可以把浪费在路上的时

间转变成教育。

·“锻炼”大学：当在健身房锻炼时，有空可以看看书、杂志，看看播客视频。在休息间隙，在跑步机上，在静止脚踏自行车上，可将体育锻炼转化为教育。

·“等候”大学：在预计需要一个痛苦漫长的等候时，带上一些可以读的东西。比如在机场、医院以及机动车管理部门。不要呆坐在那里了，学习吧！

·“洗手间”大学：永远不要浪费这段蹲马桶的时间，读一些有教育价值的东西。把每天这段“蹲坐时间”用于学些新东西。“洗手间”大学是更换“机油”的最佳场所，因为每天都有这么一段时间，而且是无法避免的。这意味着你的时间投资的回报是无限的！把在洗手间里花费的时间转换成教育。

·“上班”大学：如果可以的话，在工作间隙读点书。我曾经做过糟糕的工作（当豪华轿车出租司机、送比萨），我利用了工作中很多“等候时间”。尽管我在等候旅客、送比萨和订购鲜花，我也在读书。我没有百无聊赖地玩口袋扑克。如果你可以利用工作中难打发的这些时间，你将学有所得。把无聊的工作转化成教育。

·电视大学：你不能戒掉看电视？没关系，把电视机摆在靠近工位附近，一边开着电视，一边按你的快车道计划工作。我在重复看了无数遍星球大战的同时，学会了如何编写网站程序。事实上，在我写这本书的时候，我在看周一夜球节目，看新奥尔良Saints pummel对战新英格兰Patriots队的比赛。把看电视转化成工作和教育。

想想你对时间的使用吧。有多少小时是浪费在了生活中的细碎小事上了？这些时间不应该浪费，应该用于在快车道上更换机油。

在开始补充燃料前，挑选一个让你感兴趣的话题，或者你生活中的一个需要改善的领域。不擅长营销或写作吗？到图书馆去读书吧。在我开始写作这本书之前，我买了6本有关出版、写作和编辑的书。我并不是两眼一抹黑地瞎写和出书的。我通过这个过程同时教育了我自己。

设定一个目标，每年至少阅读12本书，也就是每个月一本书。如果你像我一样激进，你将每周读一本书。我唯一要强调的是，你掌握的知识越多，你在快车道上创造出的扭转力就越大。

## 花5万美元换机油

最近一次我去一家自动加油站，因为接受了额外服务的建议，本来只需按照广告优惠价21.99美元换机油，最后我却花了110美元。换机油的成本不应该超过25美元，再多就要引起你的怀疑。一本书的平均价格是20美元，二手书会更便宜一些，图书馆里看书是免费的，在社区学院接受持续教育的费用是每个学分30美元。换机油很便宜，然而我们却继续被债务链条绑住了脚踝，并为换机油支付几千美元。

有一天我看到一幅照片，上面是一名学生公开抗议政府的一项金融救助。她手里举着一张大标语牌，上面写着："我GPA成绩4.0，欠了9万美元的债，没有工作，给我的救助在哪里？"你的救助在哪里？好吧，让我来告诉你，你走进浴室，打开灯，好好看看镜子中的自己。那就是你的救助。我已经厌烦了那些背着一身债从大学毕业后找不到工作的学生的悲情故事。

负起责任吧！你们沉溺于大学可以保证就业的神话中了。事实是，当你允许市场力量推动你的汽车的话，你可能最终会流落街头，带着一个自制的海报，声称你的价值是GPA考了4.0和身上背负的6位数负债。没人在意你，你之所以负债是因为你借了钱，你负债是因为轻信了谎言和让出了控制权。你选择了慢车道。你是被迫才借债的吗？你之所以没有工作，是因为你投票选出的政客惩罚生产商和奖励消费者。直面事实吧，被迫用一生时间去做昂贵的更换机油是愚蠢的。再重申一次，寄生性债务不关心来源，它蚕食你的可自由支配时间，适当地加少许盐和胡椒调味。

## 研讨会没有用

付5万美元参加一个研讨会是多么白痴啊？很多人却会这样做。这是在快车道论坛上常见的问题。某机构举办为期3天的房地产投资研讨会，参加的价格是5万美元。你会参加吗？你说什么？你是在吸毒吗？你知道自己在花钱干什么吗？让我来告诉你吧。你在花5万美元给某个人，让他给你讲一本书，而这本书在书店就有售，价格是19美元。

5万美元的研讨会是对人性的利用——人都是懒惰的。人们想要现成的东西放在面前，而不想自己去读，然后把知识联结起来。人们想要别人帮他把这些事做好。人们想得到引导，想让别人帮他开车，想要结果，而不是过程，世上会有比一场价格5万美元的研讨会更棒的事情吗！

研讨会是不错的教育方式，但必须是合适的研讨会，它应该价格合理并由生产者和经验丰富的专家提供，而不是由教授、专职公共演说家主讲。大多数昂贵的研讨会是精心策划的营销机器，目的是掏空你的钱夹。大多数低价的研讨会只开一天，比昂贵的研讨会更受欢迎。那些衣冠楚楚的演讲者又是怎样的呢？他们身陷典型的实践悖论：靠着公众演讲身价百万，却

不能用其所讲述的东西赢得财富。

快车道论坛的一名会员向一位畅销书作者反映了他最近参加研讨会的体会：

首先，研讨会组织者不“允许”你与其他参加者交流。如果允许你这样做的话，人们很快就会发现这个研讨会只是为了对一个价格5万美元的更贵、更大的研讨会进行大型推介活动。其次，你学不到任何东西，你本应听从直觉不去参加的。真是浪费时间。奇怪的是，在银行一点存款都没有的人，为了一丝得到更好东西的希望，居然会在那上面花5万美元。最后，居然还有一个环节是帮你提升你的信用卡额度，因为毕竟是富人创造财富，而穷人只能去辛苦赚钱。所以每个人都提高了自己的信贷额度，然后你猜猜发生了什么事情？他们根据你有多“认真”，诱惑你购买1.6万～5万美元的东西。非常荒谬吧？一点儿也不，因为人们像待宰的牲畜一样冲到屋子后边，手里拿着信用卡。他们带着自我满足感离开了，在他们的衬衫上还贴着一张精巧的贴纸，上面印着“我投资自己”。

花5万美元换机油和参加5万美元的研讨会一样令人惊讶。好的研讨会价格不超过1000美元，由受人尊敬的专家、业内人士和专业研讨会机构组织。好的研讨会具有教育意义，不会开出天价。而糟糕的研讨会则大肆宣传，压榨参会者，这类研讨会想的是如何赚钱，而不是如何帮助你。

怎样才能区分好坏研讨会呢？第一是看价格。任何不合理的情况都是一个警示信号，表明组织者对赚钱的兴趣比提供教育更大。第二还是看价格。要警惕免费的研讨会。免费研讨会通常意味着8分钟的教育加上8小时对更高价格研讨会的推介。第三，发言人是谁？是一位专业演讲者吗？或者是某个借此用来操练授课技巧的人？仔细读推介资料。“约翰大师的战略已经让他赚了几百万美元！”而资料上又说：“约翰大师不会到会。”如果那个真正的外科医生没空，你会让他的助手代他为你做手术吗？当然不会！

本章小结：助你踏上快车道

※快车道上的人在毕业时开始了他们的教育，有的甚至比这更早。

※快车道上的人的教育是为了发展他们的业务系统，而不是提升其内在价值。

※快车道上的人没兴趣做轮毂上的一个榫子，而是想成为那个轮子。

※“我不知道怎么做”是一个破坏自律的借口。

※无穷无尽的知识不仅处处存在而且免费，你缺少的是约束自己去吸收它们的自律。

※你可以在任何不需要身体天赋的领域成为一名专家。

※持续教育可以在做其他事情的时候同时进行。

※昂贵的研讨会的组织者借助“事件”营销空洞的承诺，从失败者和失去特许权的慢车道上的人身上占便宜。

# 第28章 冲击红线

如果事情看上去是受控的，就意味着你做得不够快。

马里奥·安德莱逊（Mario Andretti）

## 快车道赢家是在红线炼成的

快车道赢家是在红线炼成的。那条红线是什么？红线就是百分之百地承担责任。

摇钱树、业务、系统都不是一蹴而就的，朱玛花费了几年时间制造他的金字塔机器。承担责任是培育摇钱树所需的水、阳光、肥料以及耕作。我知道承担责任是一个可能导致混乱的词汇，如果你以为快车道致富的过程很容易的话，那你还是停下来回到慢车道上去吧，即便在那里，也不会有容易事！

要记住，轻松致富是一枚糖衣炮弹。创造一个生机勃勃的业务，就像把孩子从出生抚养成人，就像父母需要向孩子们承担责任，你必须为你的系统和业务承担责任。这就是红线，是检验你的底线。

## 是兴趣还是承担责任

很多人一生都在逍遥地用第一挡行进，却在问自己为何是在这里？人人都对金钱感兴趣，不幸的是，仅对财富和财务安全“感兴趣”并没有什么用，他们依旧在用第一挡行驶。

为了超越第一挡，你必须做出相应的努力和一系列正确选择，充分利用快车道的力量。在兴趣和承担责任之间，存在着本质的区别。

读一本书是兴趣，而经常运用书中学到的知识则是承担责任。兴趣是想开始一项业务，而承担责任是完成有限公司的注册文档。从周一到周五每天工作1小时是兴趣，而每周工作7天，只要有时间就工作则是承担责任。租一辆昂贵的轿车是兴趣，骑着自行车为经营系统而奔走则是承担责任。兴趣让你看上去富有，承担责任使你变得富有。

脸书的创始人马克·扎克伯格（Mark Zuckerberg）建立社交网站不是因为兴趣，而是他有这份承诺和担当。托马斯·爱迪生（Thomas Edison）不是因为兴趣才发明了灯泡，而是他实现了自己的承诺。如果仅凭兴趣，可能

经历3次失败之后就放弃，而承担责任则是直到失败100次之后还在坚持。

当我建立自己的公司、系统和代理时，我在履行承诺。我愿意连续几周每天都花费12小时建立和完善自己的系统，我会放弃晚上和朋友一起饮酒欢聚。我住在狭窄的公寓房里，午餐和晚餐吃的是廉价的意大利面条。为了实现自己的计划，我愿意去洗盘子。当我的朋友们在津津乐道于能够驾驶电玩游戏里的赛车时，我想要的却是财务自由。我想要的是现实中的跑车，不是电玩游戏里的那种。我的朋友们沉溺在成为虚幻世界里的赢家，而我立志成为现实世界里的赢家。快车道上的赢家是在红线上锻造出来的。

## 拉开自己与“大部分人”的距离

你有多想成为这样的赢家？你的期望是什么？为了达到这个目标，你介意睡在车里吗？当你的朋友都拥有自己的房子时，你愿意住在狭小的公寓里吗？你不想扔掉那辆跑了20多万公里的破车换一辆宝马车开吗？你能忍受你的朋友年薪5万美元而你却要在苍蝇馆子外等位吗？你到底有多想呢？

大多数人并不这样想，因此赢家便从中脱颖而出了。浑浑噩噩地混50年，会比你从中脱身出来更痛苦。可以现在享受平淡无奇的舒适，也可以以后享受奢华的舒适。快车道上的人会放弃短期舒适，预见到未来会得到长期的轻松享受。

在需要付出辛苦努力之时，大多数人选择了第一挡的舒适速度，避免红线的不适感。因为选择红线则意味着穿过路障和各种艰苦过程。

当卡内基梅隆大学的教授兰迪·鲍施（Randy Pausch）被确诊患上癌症时，他在最后一堂课上这样祝福我们：

砖墙的存在总有其理由，那些砖墙是让我们无法走出去，是为了给我们一个机会，表明我们对某事有多么的渴望。砖墙是为了挡住那些不是特别渴望的人的。它们是为了挡住别人！

这段话的最后两个字是“别人”。你要确保自己不成为“别人”，因为“别人”就是“大部分人”的同义词。大多数人是消费者，游荡在入不敷出的边缘。大多数人不会把很多时间放在业务上，而他们的朋友则依靠信用卡赊账过活。大多数人会允许朋友和家庭把他们的梦想贬低为“此路不通”的反面教材，他们开始时非常兴奋，夸夸其谈，但是一旦遇到挫折失败就会主动放弃。大多数人无奈地说出“我放弃”，而不知道其实他们距离成功只有一步之遥。

“我们还没到达目的地吗？”财富是个狡猾的家伙，它的漂浮不定将弱者淘汰出局。你的征途应该有一个明确的路径：兴奋、质疑、承担责任——重生。快车道的成功需要你投入大量时间和精力，这是让你变得与众不同和战胜他人所必须付出的成本。

冲击红线的努力无法转嫁或外包。明确你对工作和付出的期望，了解你的目标和梦想，准备好你的办法，你必须为此付出努力，因为你不愿意一辈子过那种只有双休日的生活！如果你不按快车道的要求付出辛苦努力，别人就会那样做。如果你选择不像其他人那样过普通生活，你将会发现一些奇迹——你确实可以活得与众不同。

## 把脚从刹车板上拿开

失败是成功之母，而我已经历了无数失败。

有氧锻炼的目标是让你流汗，让你的心跳加快，增强你心血管的弹性，还能让你减肥。如果你参加这样的训练，而教练不许你流汗，这是有违初衷的。努力工作自然要出汗，汗水就是你努力的证明。不幸的是，如果你害怕失败而死踩着刹车板，你面对的就是一个可笑的悖论。失败是成功之母，不流汗就不能达到有氧锻炼的目的，没有失败，你也不会取得成功。失败只是追求成功的一个过程，如果你回避失败，也将与成功擦肩而过。如果你踩着刹车板，就无法沿着这条路奔向财富。

你必须承担风险，你不得不经历痛苦与不适，你不得不从那个圈子里跳出来去面对失败。

是什么原因导致了害怕失败？对失败的恐惧归因于过高估计了最糟糕情况产生的后果。最糟糕时会发生什么后果？发生这个后果的概率有多大？你害怕业务失败之后不得不回去上班吗？这没什么。而当你拒绝迎接挑战时，你才会为此付出代价！

承担可控的风险，这样做就会豁然开朗。你会遇到新人，发现新的机会，并收到反馈，“幸运时刻”会出现在你的生活中。动手去做就会出现神奇的事情。是的，快车道是有风险的，失败司空见惯。我学过如何通过试错编写电脑程序。在我发现正确的方法之前，可能在一段代码上已经失败了几百次。我的其他失败经历还包括笨拙地做过多层次营销、珠宝和直销业务。每一次失败，我都不放弃，重新分析、学习、调整，并且再一次尝试。要松开刹车板！

我曾经听说过一句话，“聪明人从自己犯的错误中学习，智慧的人从别人的错误中学习。”你可以从我的失败中学习。我并不是一夜之间就发现了

快车道，而是在失败的引导下发现的。害怕失败很正常，但是失败创造出经验，而经验孕育了智慧。

## 快车道的风险可以带来一生的回报

比尔·盖茨是少见的奇才。他创建了一家公司并取得了巨大的成功，从中赚了几十亿美元。有人可能会说我也想成为这样的人，一次成功就可以享受一辈子。

你面前是一个挑战：如果你想打出本垒球，你就得起床去练习。无所事事地坐在休息区或懒惰地蜷缩在沙发里边吃东西边打电子游戏，是打不出本垒打和单垒打的。起身去做体能训练！开始用力搏击！经过足够的训练之后，你就能适应挑战，才能让事情变得更容易。

## 承担明智的风险，放弃无谓的风险

谈到风险分析，对于最佳结果和最差结果对应着两类风险：明智的风险和无谓的风险。

飞到拉斯维加斯，把一个月的薪水拿去赌博，这是无谓的风险；在高速公路上驾驶一辆刹车有问题的车，这是无谓的风险。只有承担明智的风险，避免无谓的风险，你的财富才会不断增长。明智的风险具有有限的下行空间，而其上行空间是无限的。无谓的风险具有无限的下行风险，而上行空间是有限的，至少在短期内是有限的。

大多数无谓的风险没有前兆。它们只有模糊的定义，很少有人做过调查。当我开着850马力的跑车飙过凤凰城的街道时，我处于一种不易察觉的风险之中，得到的好处是一时的兴奋和短暂的自我膨胀。但是可能的后果是造成自己或别人死亡。好处是短暂而有限的，而坏处则无尽且漫长。是的，这种行为看上去愚蠢到家了。

还有另一个隐藏的风险。我写这本书时使用的是一个云计算应用。也就是说，我利用一个外部工具写作。我没有在电脑上做备份。如果云服务器瘫痪，我的成果就全没了。是的，这种难以察觉的风险多种多样，无处不在。

现在我们谈谈智力风险。当我向一家互联网公司投资10万美元时，我处于智力风险之中。在我卖掉我的互联网公司之后，又将出售所得的一部分投入了我所卖掉的公司，使我仍然持有一小部分该公司的股权。为什么我要投这10万美元，让自己暴露在风险中呢？因为我评估了自己被别人收购的公司，认为成功的概率相当高。他们的目标是收购我的小公司，然后将其

发展成为1亿美元的大公司。如果他们成功了，我的那区区10万美元投资将升值为200万美元。坏处是什么呢？这家公司有可能失败，清算后，我的损失大约是投资额的一半。这个坏处是有限的，而好处则非常巨大。这就是智力风险。

如果你辞掉工作去投身快车道事业，这也是智力风险。你的好处是有可能成为百万富翁，坏处呢？你可能降低生活标准：自己拖地板，自己做汉堡包，吃米饭和青豆，骑自行车去买日常用品。真有那么糟糕吗？如果你知道自己的目的和坚持下去的承诺，其实这不算太糟糕。再强调一次，所有这些都取决于你想要做什么和不想做什么。风险包括在慎重做好的选择之中，应该将愚钝风险降到最低，从智力风险中获取收益。对于失败而言，相信我，相比不去尝试的遗憾，失败后的悔恨其实没那么严重。

## 忌掉“改日做”

是什么阻止了人们冲刺红线？

改日做。改日我将……改日我会去做这件事，改日我会去做那件事；等到孩子长大了……等把债务偿还了……而这一天从来没有到来过。这一天就是你心中无法到达的胜利彼岸。

这个借口很危险而且具有传染性，会将你诱入不知所措之地。“改日”应该就是此时、此地，简单、干净，与明天没有一丝关系。快车道要求你做出这样一个简单的转变：把“改日”换成“今天”。

你有没有经历过开车时一路都是绿灯的情况？考虑到机会和风险最小化，人们往往在等候完美的时机。他们想等到所有信号灯都是绿灯，这样就要等待“那一天”。问问那些在慢车道上寻求逃避的人，为何你没有立即去做？你在等待什么？得到的答复一定是这些借口：

·“我在等待促销。”

·“我在等待孩子们长大。”

·“我在等待还清债务的那一天。”

·“我要等到继承了财产。”

·“我在等待新的一年。”

·“我要等到毕业后。”

·“我要等我妻子找到工作。”

·“我在等候经济好转。”

·“我要等到把这个热水器修好。”

·“我要等这个……”

·“我要等那个……”

所有这些借口中有一点是相同的，即“我在等待”。但是你究竟在等待什么呢？某一天？发生某个事件；或是某个前提条件？悲哀的是，这些由内心虚构出的前提条件，只是让那些到处寻找机会的人，多年来还被困在同样的窘境中。等候所有信号灯都变成绿灯，犹如等候太阳从西边升起。

一句话，永远不会有完美的时间。某一天就应该是今天，今天就是当下。今天才是你拥有的全部！如果你等待，机会就将擦肩而过，你的快车道旅程将程不会开始。当旧的前提条件被满足时，又会出现新的前提条件，年复一年，时间就这样溜走了。错过的不只是机会，还有时间。正如歌中所唱“当时间飞逝，你的生命也在流逝……这些日子就是我们的生命”。

## 机会才不理会你的时间表

机会在你身边频繁穿梭，你得抓住它，评估风险并采取行动。机会才不理会你的时间表，不会关心你的处境。它随性而来，随意而去，对困境视若无睹。机会以变革和挑战的面目出现。记住，正是改变，制造出了百万富翁。

快车道论坛便是我在不经意间抓住时机的例子。我的这个论坛在写这本书的几年前就有了，因为机会没有提前告知就正好从我身边经过。而我预想的快车道论坛的时间则是这本书完成之后。

在开始写这本书的几年之前，我正在浏览以前曾经访问的一个商业论坛。我发现熟悉的论坛活跃者都在哀叹“旧日时光”，乱七八糟的人闯入论坛，到处都是广告垃圾邮件、欺诈等。曾经繁花似锦的花园变得杂草丛生，大家呼吁改变，想换个地方。

我一直想在将来某个时候做一个论坛，但是这个机会来得似乎不是时候。它突然出现在转角。尽管当时我在淋浴，还是湿漉漉地跑了出来，毫无准备地、生涩地和机会见面了。

我打开门欢迎它，请它进来。这不是我的最好时机，却是“机会的时

间”，“有一天”变成了“今天”。那个决定让我在动笔写书之前就预售了几百本书。

世界上很多成功的企业家是在大学开始创业的，例如，微软、戴尔电脑、联邦快递和脸书的创始人。他们抓住了突然而至的机遇，选择去承担智力风险。这些企业家抓住了机会，而不是等着条件成熟再做，他们不会说“等我毕业了”、“到暑假的时候”或“在我考完数学之后”。机会把自己装扮成等待满足的需要，当它按你的门铃时，快去开门！没有回应，机会就会离开，转身去按别人的门铃，最终会有人愿意打开门。

为什么不是你？时机极少是完美的，等待会让人变得平庸，不要用一生的时间坐等完美时刻的来临。完美的场景和条件是永远不会有的。什么会来临？时间、年龄和梦想的幽灵。

现在你有机会把车开出车库上路了。这条路是你的快车道起点。快车道将把你引向财富。你有一张快车道路线图，而且你知道慢车道和人行道是怎么回事。你知道如何保养你的车。你懂得哪些想法是资产，哪些是负担。你的车已经暴露在地球引力之中，你有了各种把车开出车库的工具，你能将它开上一条财富之路。是的，现在是时候上路了。

本章小结：助你踏上快车道

※兴趣是第一挡，承担责任是红线。

※努力工作和承担责任将胜利者从失败者中区分开来。

※一些人选择短期平淡的舒适，而失去了长久的奢华生活。

※为了过上和常人不一样的生活，你得做其他人不想做的事情。

※你要做好努力工作、付出和遇到各种困难的心理准备。一路上有很多地雷，弱者会被抛离大路，重新回到“大多数人”那边。

※失败是成功之母，你要有心理准备并从中吸取经验和教训。

※一个全垒打可以让你一生或者几辈子获得财务上的安全。

※全垒打是无法在球场的休息廊里打出的。

※不易察觉的风险具有无限的下行风险（长期）和有限的上行空间（短期）。

※智力风险具有无穷多的好处（长期）和有限的坏处（短期）。

※世上从没有完美的时点，等待“某一天”只是浪费时间而已。

# 第7篇 通向财富之路

## 第29章 通向财富的正确道路

选择走上哪条路，就会到达哪个地点。方法决定了结果。

亨利·艾默生·福斯迪克（Henry Emerson Fosdick）

### 你的财富之路是死胡同吗

对于财富之旅来说，你的路是什么样的？如果你是慢车道上的人，路就是你的工作：医生、律师、工程师、销售员、发型师、机师。如果你是快车道上的人，你的路是一项生意：互联网企业家、房地产投资人、作家或者发明家。你的路是你的事业或商业路径，那条路必是一条财富通途。不幸的是，大多数的工作不会通向财富，这是因为它们的数学限制，令人惊讶的是，大多数生意也是如此！一条从芝加哥开始向东走的路，永远也到不了拉斯维加斯。如果你是在错误的生意路上，你就不得不转动方向盘，做出修正：退出这条路，转弯或者掉头。

这条死胡同让数百万企业家痛苦不堪，他们选择了错误的路却想知道为何财富不光顾他们。他们每天工作12小时，用时间换取金钱，而不知改进自己的业务系统。他们工作6天休息1天，甚至7天都在工作，永不退休。

如果你接触到快车道理念，并按照快车道的建议“开始一项生意”在街角搭起一个柠檬汽水摊子的话，那我真是太失望了。那条路是错的，它不会通向财富。财富之路必须通向财富！如何做？我们选择的路必须接近或者遵循影响力规律。

### 通往影响力之路：5条快车道戒律

影响力定律是说，为了赚百万美元，你必须影响百万人。怎样才能做到这一点？在慢车道上，你努力提升自己的内在价值，变成对别人非常重要、须臾不可离开的人，这样才能赚到几百万美元。在快车道上，你做的业务会触及几百万人或普罗大众的生活。如果你的路不会影响到周边的人，或者上面有个分流匝道，对不起，你就是在错误的路上。

快车道财富公式的力量是由导向影响力定律的业务激发出来的。业务机会非常多，不幸的是，大部分都不是快车道。如果你开的是卖10美元打折品

的零售商店，怎么可能期望主顾是百万富翁呢？为了赚百万美元，你必须服务百万人。影响力是财富的守门人，如果你想直面迎接影响力的挑战，低调的态度是不可取的。

用影响力定律照亮你的快车道，用5条快车道戒律做个检查。

·需求戒律。

·进入戒律。

·控制戒律。

·规模戒律。

·时间戒律。

5条快车道戒律是快车道的试金石，可以用来验证你选择的道路。你的道路（或未来道路）是否通向财富？它是快车道吗？可以变成快车道吗？可以产生影响力吗？你选择的道路是成为一家百万美元的企业，产生被动收入，还是最终会被收购？

满足所有5条戒律的道路可以让你快速致富。违反的戒律越多，你的道路的财富潜质也就越差，你获得影响力的可能性也就越低。尽管违反一条或更多条戒律仍可能迅速创造出财富，但你还是应该对准满足所有戒律的道路。强有力的路就是强有力的财富创造保证。悲哀的是，大多数生意机会都不符合上述戒律。这样的机会不值得你关注。

本章小结：助你踏上快车道

※不是所有生意都是正确的路，其中只有少数遵循或接近影响力定律。

※好的快车道满足5条戒律：需求、进入、控制、规模和时间。

# 第30章 需求戒律

如果我们不是为了让生活变得更容易，那又会是什么？

乔治·艾略特（George Eliot）

## 沙上建屋

90%新业务会在5年内失败，知道它们为什么失败吗？因为它们没有遵循需求戒律。

## 关于需求

如果你把业务建立在一个有瑕疵的基础之上，肯定会失败。沙上建造的房屋，非常脆弱。违背了需求戒律的业务，要么属于那90%的失败者，要么伪装成一个工作。地心引力无法避免，商业取胜的前提虽然简单却经常被大多数人遗忘——解决需求的商业。能够提供价值的业务才会成功，能解决问题的业务才会获得利润。自私和自我陶醉无法形成好的、长久的商业模式。

想想商业的目的何在？它们为何存在下去？为了满足你“想做自己的事”的自私愿望吗？为了满足你对财富和财务自由的渴望吗？说真的，除了真正关心你的人，没人在乎你的愿望、梦想和爱好，也不会在乎你“为什么”想成为富人；没人在意你想拥有一部法拉利跑车只是为了证明父母小看了你；没人在意这个国家埋没了你。根本没人在意这些！是的，这个世界很自私，没有人关心你想致富的动机是什么。

那么人们究竟在乎什么呢？他们在乎你能为他们做些什么，如何帮到他们？你的业务里有哪些是对他们有益的？能够解决他们的问题吗？可以让他们的生活变得更容易吗？可以为他们提供保护吗？能帮他们省钱吗？对他们有益吗？让他们感到物有所值了吗？告诉我，为什么我应该为你的生意掏腰包？你为我的生活增加了什么价值？

回想一下我们说过的生产者/消费者辩证法。消费者都是自私的，他们想知道的是“对我有什么好处”。作为生产者，要想胜出，就要放下自己的自私想法，关注他人的需求。

## 停止追逐金钱——去寻找需求

永远不要因为想赚钱而开始一项业务。停止追逐金钱，从寻找需求入手。以下的内容十分重要：

停止从你自私的愿望、角度想问题，不管想的是金钱、梦想，还是“你喜欢的事情”。相反，寻找需求、问题、痛点、服务缺陷和情绪。企业家之所以失败，是因为他们从自我的角度经营业务，而自私的想法不会带来盈利的生意。他们直接归入了那90%的失败案例中。

·“我需要一个新的收入来源。”

·“我是××方面的专家，所以我要做这个业务。”

·“我读了一本教我如何致富的书，书上建议开始做业务。”

错，错，全部错。再说一遍，自私和自恋的想法是违背需求戒律的。

当你不再自私，将业务重心从满足自我转向满足他人，钱就会向你和你的生意走来。先给予，再索取。放在第一位的是需求，不是金钱！如果你在市场上致力于解决自己的需求，我敢说你一定会失败。

乔是一名武术专家，他热爱自己这门技艺。他听了大师们的建议“做你喜欢的事情”，开办了一家武术工作室。工作室只维持了10个月就关门了，因为他无法靠着每年2.1万美元的利润支撑全家的生活开支。

乔开始做这件事已经注定会失败。他把生意建在了一条铺着沙子的错误道路上，将其建立在个人需求和愿望之上：“我是武术专家而且喜欢这项技艺，所以我应该开办一个工作室。”正确的基础应该建立在外部的市场需求之上，而不是内部的自我需求。如果不考虑自私的动机，乔应该考虑哪些方面呢？

·我周边的邻居是否有对武术工作室的需求？

·现有武术工作室有哪些做得不足的地方，我是否能够比他们做得更好？

·我可以为学员提供哪些更好的价值？

·我能为社会带来哪些价值？

乔的失败是因为市场上没有大量对武术的需求，而他的动机来自个人愿望。如果他一开始就分析了这些问题，他迈上成功之路的机会将大幅提高。

几年前的经济扩张时期，我留意到在我母亲居住的亚利桑那州昌德勒的住所附近（那是一个白人中产阶级居民区），出现了一个独立的临街铺面，当这栋房子建成，商户搬进去之后，失败便开始了。

这家新店是一家嘻哈服饰精品店。请系上安全带，失败就要到来！何解？这家店违背了需求戒律。周边住户不需要一家嘻哈精品店。这里远离市中心，附近没有跳舞俱乐部，这家店和所在环境根本不搭界。实际上，距离这家店不到100米有一家养老院。难道91岁高龄的老奶奶会是这种用品的目标客户吗？我们从中看到的明显问题是自私，店主靠着自己的热情和对嘻哈音乐和文化的热爱而开了一家店，而这家店并未考虑需求。也许是一个生活教练告诉他要“做你喜欢的事情”。不管他的动机是什么，开店的愿望是内在的，不是建立在外部市场之上的。我预计这个生意会坚持12个月。18个月后，这家店消失了。那个地方重新变成了砂石路，因为那里没有需求。

## 金钱追逐者想的是钱，而不是需求

我经常读到一些怀抱宏伟赚钱目标的充满激情的创业者发出的帖子。只要你浏览任何一个商业论坛，就会看到到处是被误导的自私的想法。

·如何能够在创业阶段赚到钱？

·什么生意可以让我从200美元起步，却能每月赚到5000美元？

·什么生意可以在家里做？

·我有个制作小饰品的朋友，你觉得我可以靠销售这些东西赚钱吗？

·我怎样才能获得被动收入？

·在eBay上卖什么东西比较好？

·最好做的小本生意是哪些？

如果你傻傻地坐着问自己这类问题，你将很可能跌入失败者的行列，因为你过于关注金钱，而不是需求或者价值。你搞错方向了！我把这些创业者或企业家称为“金钱追逐者”。他们从一个生意跳到另一个生意，在市场失衡时套利，很少去解决需求和创造动力。有时候，这些自私的企业家会采取令人质疑的生意手法，忽略客户需求，贪婪地追逐金钱。

金钱追逐者是消费者，他们还没有转变为生产者。他们想要成为生产者，但是却像消费者那样自私地想问题。

例如，在房价上涨时，金钱追逐者们变身抵押贷款经纪人和房地产中介。泡沫破裂后，这个行业开始收缩。抵押品被赎回达到了历史高点，“贷款清理人”成为新的金钱追逐者。每一次泡沫兴起和破灭，都引来一批金钱追逐者，他们受自私的驱动，紧跟市场潮流，但做的生意只为了自己牟利。正因为有那么多待宰割的自私消费者，所以金钱追逐者才得以生存，直到下一场泡沫破裂时再次暴露于世人面前。在过剩、欺诈、宰客盛行的时期，金钱追逐者肆意横行，导致了市场不平衡。

## 想赚钱就得先忘掉它

想赚大钱吗？那么就着手吸引金钱，而不要追逐金钱。

金钱就像一只顽皮的小猫，如果你追着它跑，它会甩开你。它藏在树上，躲在花丛间，或溜进花园。然而，如果你不理它，而是专注于能吸引它的东西上，它就会主动来找你，甚至坐在你的大腿上。

自私的人吸引不到金钱。金钱只关注能够解决问题的生意。金钱会被满足需求和增加价值的人吸引。能够满足大量的需求，就能吸引到大量金钱。你生活中的金钱数额，反映了你对于其他人的价值。如果你忽略这种共生关系，那么金钱也会忽略你。成功的生意具有一个共同特征：为了满足消费者的需求而进行市场销售。是市场和消费者决定了你的生意成败，而不是你自己。如果你出售了1000万美元的商品，有1000万人声称你的产品对他们有帮助，或满足了他们的需求，那么你的生意就成功了。

唯一有效的快车道是铺满水泥和石块（需求和解决方案）的道路，而不是铺着沙子的道路。一条坚实的路会给你增加胜算，能够解决规模巨大的需求，就像比尔·盖茨创立一家软件公司，或者解决数量巨大的需求，比如在某个旧物品上加一个新别针。如果你拥有一家为1000人提供住宅的房地产公司，你就在制造一种影响力。如果你拥有一个每天服务1万人的网站，你也会有一定的影响力。

制造一种出奇的影响力，开始提供价值吧！让钱向你涌来！看看你周边的世界，不要再自私了，帮助他们解决问题吧。在一个自私的世界里，变得无私。需要说得更具体一点？没问题。让100万人得到以下结果。

·让他们感觉更好。

·帮助他们解决一个问题。

·教育他们。

·让他们看上去更棒（健康、营养、衣着、装束）。

·给他们安全感（住房、安全、健康）。

·产生积极情绪（爱、快乐、欢笑、自信）。

·满足口腹之欲。

·让事情变得容易一些。

·给他们梦想和希望。

……

我保证，你将拥有百万美元。

所以当你下次在互联网上搜寻赚钱机会时，先停下来，问问自己：“我该给这个世界提供什么东西？”为这个世界提供价值，然后钱会自动向你涌来！

## “做你喜欢的事”然后消失

有一个大师说：“做你喜欢的事，钱就会紧随而来！”

胡扯！除了违反需求戒律，你什么也得不到。“做你喜欢的事”是虚伪的大师们给出的另一个神谕，那些人顶着所谓的人生导师的名头，靠两三个主顾关照他们以不至于破产。悲哀的是，这条“做你想做的事”的道路，鲜少向财富靠拢。实际上，有可能连你的爱好都会被毁灭。

如果你也和我一样，那么“做你喜欢的事”绝不会是一个选项。考虑一下，会有人愿意为你喜欢做的这些事买单吗？这件事能够解决某个需求问题吗？做这件事是否能够赚到钱？答案大多是否定的。

为了让“做你想做的事”变得可行，需要满足两个条件：首先，你的爱好必须能解决某个需求；其次，在这件事上你必须是必不可少的。

我喜欢打篮球，但是打得很烂。我无法将这个爱好作为一个事业去做。我喜欢弹钢琴，但水平很差。我喜欢做很多事情，但都不擅长！如果我想将其中任何一项“爱好”发展为事业，我需要有无尽的时间和金钱，因为没有人愿意为我付一分钱。谁愿意为菜鸟买单呢？

再看看这本书。我喜欢写作，这本书代表了“做自己喜欢的事”的一个梦

想，这件事因为快车道论坛之故实现了。如果我需要依靠卖这本书的收益支付我的住房抵押贷款，我不太确定是否可行。我不知道这本书到底是能卖出10本还是1000万本，所以我无法依赖它。

为赚钱而“做你想做的事情”，结果经常不太好，因为我们还不够好。另外，如此多的人都在“做他们自己想做的事”，导致市场已经非常拥挤，利润很小，竞争异常激烈。

图书市场竞争激烈。我写书只是因为喜欢，并不能保证会赚到钱。实际上，没人在意我喜欢写作这件事，你会在意吗？当然不会！你想知道的是，我的书对你是否有帮助。

在一次杂志专访中，亿万富翁柯克（RJ Kirk）被问到他认为成功的标准是什么。他答道：“这取决于其他人认为我是否有用。”不是你自己判断你是否有用，让市场来做这个判断。

人们觉得满意才会付钱，他们不会为了满足你“想做喜欢的事”的需求而付钱。人们为了解决问题而付钱，不是为了让你开心。人们因为问题解决了才付钱，不管你喜欢不喜欢。如果“做你喜欢的事”不能满足某个需求的话，是不会有人付钱给你的！

这本书之所以能完成，不是因为我需要钱来认可我的写作技能，你应该明白我的意思。也许我还不够好，不管销售得怎么样，我的书就是“做我喜欢的事”的一个证明，我要看看我是否擅长这件事。快车道允许金钱从公式中移除，现在我不需要靠“做我想做的事”赚钱，我只是想去做。换言之，因为有钱才会“做想做的事”，而不是相反。

该怎么理解这句话呢？

勒布朗·詹姆斯靠打篮球赚钱，是因为他擅长此道。快车道的很多结果证明，并不是你“做自己喜欢的事”就会赚到钱。快车道上的成功意味着你可以每周7天都打篮球，我没必要用“做自己喜欢的事情”来赚钱，因为我可以免费这样做。

如果你是为数不多的能从做自己喜欢的事情中赚钱的幸运儿，而且做得非常棒的话，荣誉属于你。我也要祝贺你，你可能不需要快车道了，即便走慢车道也不会妨害你。别担心，对于我们这些无法把爱好转变成收入的人来说，还有其他的快车道可以选择。

## “做你喜欢的事”的各种替代和衍生品

如果你不能把自己喜欢做的事情当作工作或者生意的话，你有可能会掉入一个陷阱。你的自然反应是与魔鬼做个交易，这便回到了慢车道。你用一生作为交换，去做你不喜欢的工作，以便能够做你喜爱的事。你说："我得做5天讨厌的工作，这样就可以享受2天周末时间，做自己喜欢的事情。"这个交易听上去是理性的思考吗？

比方说，我的朋友安迪（Andy）是一家银行的储蓄代理，他不喜欢那个工作。喝酒的时候，我听到他的抱怨、烦恼和对工作的各种诅咒：烦琐的管理、低能的老板、疯疯癫癫的同事们……

他有一肚子的不满。他告诉自己，忍受这5天的工作，换来的是周末时光。他付出了"做自己不喜欢的事"，换得在周末"做自己喜欢的事"。而其他人是想别的办法"做自己喜欢的事"。比如，宝琳（Pauline）喜欢做针线活，所以她在网上出售针织品；约瑟（Jose）喜欢汽车音响，他开了一家汽车音响专卖店；杰尼斯（Janice）喜欢雕塑，他在本地艺术博物馆找了个工作；盖瑞（Gary）是一名活跃的健身师，他去当了一名私家教练。

这些替代方法有两个危险：

·不会很快赚钱。

·会危及你的爱好。

第一，"做你喜欢的事"极少能够快速让你赚钱，因为很有可能想做这件事的人不只是你一个人，成千上万的人都在做着同样的事情（想想报名参加"美国偶像"节目的人有多少）。需求是微小的，市场充分饱和，使得利润空间变得非常小。

在健身中心，一名相熟的私人教练告诉我，他也面临着激烈的竞争。我问他为什么，他说私人教练行业竞争如此激烈，以致他无法按照自己的时间价值收费。他收取的服务费缩水了，因为教练的供应量大，当供给超过需求时，价格就下降了。

那么为何私人教练行业这么饱和呢？道理很简单。人们听从了所谓大师们的建议："做你喜欢的事"。不幸的是，如果你喜欢做那件事，我打赌几千人也喜欢做那件事。当你"做自己想做的事"时，要准备好去面对严峻的挑战。谁能得到更大的利润？私人教练吗？还是那个创立公司做犯罪现场清理业务的小子？

第二，在你用你的爱好来赚钱时，会变得很容易受到冲击。如果你被迫去做事，哪怕是一件你喜欢的事情，用来换取金钱，这个爱好都将处于危险

中。

几年前，我曾经干过开豪华轿车的活计，因为我喜欢开车。直到结束那个工作之后，我讨厌开车了。下班之后，我更愿意待在家里，因为我开腻了。我的爱好被玷污了。

我曾有一位朋友爱好绘画。当我问她为何不依靠画画谋生时，她给出了很简单的回答：“我想画的时候才会去画”。她为数不多地为赚钱而画画时，她的艺术创造力受到了影响，因为有别的力量在那一刻闯入了她的动机——金钱。

“做你喜欢的事”适合职业运动员，因为他们处于比赛生涯的巅峰。即便如此，在他们赚到了几百万美元之后，很多运动员都不得不面对相同的命运，他们丧失了对比赛的爱好。舞蹈家失去了对舞蹈的热爱，艺术家失去了对艺术的热爱，金钱和物质生活成为过度饱和市场上空的一片乌云，更要紧的是，这无法提高你对这种活动的热爱。

## 反击：将爱好变成激情

在快车道行驶的燃料是激情，不是爱好。是激情促使你将车开出车库，开上快车道。如果你对某个目标怀有激情，你将会为它做任何事情。我对兰博基尼充满激情，愿意为此竭尽全力。捡狗拉下的大便，拖地板，凌晨3点开始工作……不管是什么工作，我都有激情去做。我喜欢做豪华轿车司机吗？鬼才愿意！但是我对快速致富充满激情，这激励我朝着未来的愿景飞奔。

激情能够使你每天早晨跳下床开始一天的努力工作。你应该对更伟大的事情抱有激情。这件事因人而异，但是一旦当你找到了这件事，你就应该为它做任何事。

当你重新定位你在一条道路上的目标和愿景时，你会将日常生活转变为朝向那个目标的充满激情的行动。如果你做的事不会给你带来金钱收益，你应该明确是什么“原因”和“目标”激励你去做那件事。

你的理由是什么？为什么你要做这件事？为什么走上快车道？你想证明什么？我的理由是这样的：

·“我想要付清我妈妈的抵押贷款。”

·“我希望不用闹钟就可以起床。”

·“我想在没有金钱压力的情况下写一本书。”

·“我想要一栋山边带泳池的大房子。”

·“我想要一辆兰博基尼。”

·“我想要与众不同。”

·“我想证明他是错的。”

激情与“做你喜欢的事”是不同的，激情更为广泛，且它可以促使你做更重要的事情。“做你喜欢的事”会使重点放在特定行业，而且你可能会违反需求戒律。为什么你要去创业？是因为你喜欢那样做吗？还是因为存在真实的市场需求？

我再重复一遍：激情源自最终目标和原因，它驱动快车道的行动。

麦克·罗威（Mike Rowe）是电视节目的主持人，他在节目中展示了一些“脏话”。这些工作有检验牛粪，有清理鸽子屎，但工作者都很有激情。他们没谁“爱好”自己的工作，但都有充满激情的“原因”和丰厚的银行存款。这类工作竞争并不激烈，因为其他人都在忙于追逐“做喜欢的事”。

你需要的是一个强大的“理由”，使你的日常工作变得充满激情，“一大早就起床干活”会开启通向快车道的大门。你的理由是什么，是否强大到足以激励你去做事？

## 激情抹去了工作的痛苦

当我创办公司时，我的工作时间很长。觉得工作很累吗？没有，我觉得很享受，因为我有自己的“理由”，而且我在朝着那个方向前进。这个旅程让我变得坚强，充满挑战，而且还充满乐趣！我对于想要的东西很有激情，而且我打算去得到它。快车道不是目的地，而是一段个人旅程。

写这本书的过程挺磨炼人的，我承认自己曾经3次试图放弃。为什么？写了一年还未完成，我对写作的热爱开始蒸发，爱好变成了嫌恶。我是在“做我喜欢的事”，突然这种爱好退潮了，因为我开始期望将它变成一本书。我曾告诉一位朋友“我想放弃，我不在从中得到享受，所以无须写完它了。”

我对写作失去了兴趣，那我是怎么完成它的呢？我找到了自己的激情，强迫我去做完这件事：我想看到别人实现自己的梦想。一个垂死的梦想突然获得了生机，我又感受到了活力。每当我想要放弃时，就会收到鼓励我继

续下去的邮件："你的论坛改变了我的生活。""谢谢你，我的生活变得更好了。"这就是促使我重新投入写作的激情。我从爱好起步，受到挫伤，最终投向激情的怀抱。

## 将你的路指向一个辉煌的梦想

不能向你的梦想靠拢的路是一条死路。如果你放弃梦想，生活也将变得暗淡无光。回想一下童年时代，有人问你："长大后你想干什么？"在这个问题的背后，人们想问的是什么？

这是一个发现梦想之路的探针，通常，人们的回答是一个虚幻的愿景。对我而言，我想成为一名航天员（这得怪Han Solo游戏）、一名制片人［这该怪乔治·卢卡斯（George Lucas）］，还有作家［这要怪伊萨克·阿西莫夫（Isaac Asimov）］。

你的理想是什么？你最狂野的梦想是什么？这个问题真正关心的是：你会有机会那样做，或者将会那样做吗？更大的可能是你不会，因为慢车道已经将你的梦想毁掉了。

我问我的朋友瑞克（Rick）这个问题。猜猜他怎么说？他并没有回答"我想当一名Verizon无线公司的销售代表。"而是说："我想当一名赛车手。"那么为何瑞克现在是卖移动电话的呢？

他究竟有没有机会实现梦想——成为一名赛车手呢？没机会。这个梦想已经泯灭了，这条路已经被堵死。但是，他坚守着自己的工作，等候被提拔，他认为"这样会比实现梦想更现实，得到更多。"

我们再说说萨拉（Sarah）。她的回答不是"我想要成为Taco Bell的一名值班经理。"而是想成为一名艺术家。但是今天，萨拉发现自己的值班工作非常不堪，擦着食堂地板上被泼洒的酸奶昔。当她拧干拖把头时，心中涌出一阵烦乱："难道这就是我想要的生活？"

这些人的问题不在于他们的工作本身，我们每个人都在做着自己不喜欢的琐碎不堪的工作，问题在于他们的路不以梦想为终点。为了支付账单只好牺牲了梦想。结果不是奔向梦想（或梦想成功的机会），而是走向了无法脱身的地狱。生活变得充满烦恼。当然，在Verizon或Taco Bell工作，本身并没有什么大错。这些工作比我之前做的那些要好得多。但是，请千万不要把这些工作视为你达到目的地的路，因为这个"终点"极有可能不会到来。

你瞧，你失去了梦想，也会失去了激情。没激情让你错过了在车站演奏的

世界上最伟大的小提琴家，没激情让你变得平庸，淹没在芸芸众生之中。没激情导致不快乐，没激情等同于没有财富。

你要努力寻找动机，为你的梦想重新充电，找到一条能够将其变成现实的道路。没有活力的梦想无法点燃激情。激情激发你去做应该做而其他人做不到的事情。

快车道上的人工作起来与众不同，所以他们的生活也和别人不一样。他们用4年的辛苦工作换取40年的自由。不幸的是，大多数人是用40年的辛苦工作去交换4周的自由，或者换取更长的有薪假期。

## 找到你的“水箱里的雪”

如何找到你的激情？激情来自激动或不满。

让我们看看这个贴在快车道论坛的故事：

我在一户贫困人家长大，曾住在由一个老旧的牲口棚改建的屋子里。一年中最糟糕的季节是冬天，因为我们的水管会被冻住，我们没有水用。冲厕所的唯一办法是把雪放进冲便器后面的水箱里，等它融化成水。我看到母亲就是这样把雪放进水箱，供我们冲洗厕所的。最糟糕的是我们每次方便过后，需要往水箱里不断补充雪。我对自己说：“我不想再这样生活下去了！”

你的激情是什么？年复一年地“往水箱里放雪”吗？

莱斯丽·沃尔本（Leslie Walburn）对动物很感兴趣。她对收养中心对狗采取安乐死的做法非常不满，她的梦想是拥有一个流浪狗的庇护所。尽管她可以在庇护所找到“她想做的工作”，但这无法帮她得到所需的财富去实现梦想。毕竟，开办流浪狗庇护所需要很多钱。因此，莱斯丽决心将激情变成动力。她开始着手一项快速致富业务（与动物无关），逐步为她的梦想筹措资金。她的激情让她向梦想迈进，而不用担心钱的问题。

当你的生活因为快乐或不满而出现翻天覆地的变化时，尽可表现出来，这是你的激情。对我而言，当我十几岁第一次看到兰博基尼时，我激动坏了，于是下定决心，“总有一天，我要有一辆自己的兰博基尼。”而由不满带来的激情是看到我的母亲在无望的工作中为生计操劳，在离异的情况下还要养活3个孩子。这两件事都激发了我的激情。我要一辆兰博基尼，我想帮助母亲卸掉生活重担。兴奋（愿望和期待）可以成为点燃激情的燃料，不满（不喜欢）也可以。这两种情况都促使我去做其他人不愿意做的事情。如果你能找到你的激情，也会这样做。

## 本章小结：助你踏上快车道

※需求戒律认为解决需求的生意才会成功。需求可以是痛点、服务缺漏、未解决的问题或者情感方面的需要。

※90%的新业务会失败，因为它们建立在自私的内部需求的基础上，而不是为了满足外部市场需求。

※没有人在意你对梦想或金钱的自私愿望，人们只是想知道你的生意对他们有什么帮助。

※金钱追逐者没有从自私自利中解脱出来，他们的生意总是为满足自己的需求。

※人们用他们的钱为你的生意投票。

※追逐金钱会让你被淘汰出局。但是，如果你忽略金钱，把注意力放在如何吸引金钱上，财富就会向你涌来。

※帮助百万人，你就会成为百万富翁。

※为了让“做你喜欢的事”带来财富，你的爱好必须能够解决某项需求，而你又在这方面出类拔萃。

※“做你喜欢的事”造成了拥挤的市场和被压低的利润空间。

※如果你拥有财务自由，你可以“做你喜欢的事”，你既不从中赚钱，也不必对它精通。

※慢车道上的人用“做不喜欢的事”换取“做喜欢的事”的自由。为此需要做5天不喜欢的工作，换取2天做自己喜欢的事情。

※为了赚钱而“做你喜欢的事”，可能损害你的爱好。

※对于目标的激情和达到这个目标的理由，能够推动你获得快车道的成功。

※拥有充满激情的“理由”，可以将工作转化为乐趣。

※“做你喜欢的事”通常导致违背需求戒律。

※你的正确道路是那条能够实现你的梦想的路。

# 第31章 进入戒律

我们的计划搞错了方向，因为没有设定目标。当人们不知道自己该驶向哪个港口时，任何方向的风都不合适。

塞内卡（Seneca）民间谚语

## 可以做绵羊，也可以做牧羊人

1994年的一天，我夹杂在一群疯狂的人中，挤在一个闷热的礼堂里，就像一只蚂蚁置身于蚁丘。那时的我是一家网络营销公司的员工，我在参加他们的月度动员大会。所有人都很激动、焦躁和兴奋。

但我没有。环顾四周，我发现一个问题。我看到周围的人醉心于听到的一切，理性被抛在脑后，而我也快要被洗脑了。但没那么容易，我提出问题。我执拗而且爱管闲事，想知道面前这条路到底会把我带往何处。“你现在能赚多少钱？”我不断问这个问题。然而这个问题总是被晃过，被转给该公司一个不相关的人，我可不是那么容易被愚弄的。我接着发问：“好吧，你已经告诉我比尔·汉森（Bill Hanson）一个月赚了3万美元，可是你赚了多少呢？还有你？和你？你们赚了多少钱？这个礼堂里的其他3000人赚了多少钱？”事实是他们中很少有人赚到钱。为什么？他们都挤在一条拥堵的路上了，这违反了进入戒律。就算能够进入，如此拥挤和堵塞，又有什么用呢。

我参加过4次网络营销都失败了，因为在潜意识里，我认同一个真理：这条路违背了进入戒律。

## 关于进入

进入戒律是说，做任何业务都有进入壁垒，当那个行业的竞争加剧时，那条路的致富效果就会减弱。高进入壁垒意味着这条路更强和更有力，竞争也更小，对杰出能力的需求也更少。

低进入壁垒的生意不是一条可依赖的道路，因为容易进入导致了竞争激烈和堵塞，大家都在争抢同一个馅饼。只要出现拥堵，谁也别想通过。

换言之，如果“做生意”就是支付200美元拿到一套分销产品那么简单的话，就不会有进入壁垒，你应该放弃这个机会。如果你可以几分钟之内就在一条街上开业做生意的话，那一定不是一个你想要做的生意！这个世界

到处都是这种所谓的没有进入门槛的生意。这就是为什么它们都经营得那么差，而跟着做的人都无钱可赚的原因。

10年前最响亮的口号是，“在易贝（eBay）赚百万美元！”可惜好景不长，因为这个机会慢慢地开始违背进入戒律。如果你可以用10分钟在eBay开始做生意，猜猜会出现什么情况？几百万人也可以这样做。有谁赚到了几百万美元吗？当然有，是最早那一批人，eBay和它的创始人们。他们驶上了快车道，一路上又接了数百万搭顺风车的人。做得好的人毕竟不多，几百万人都没赚多少钱。

几个月前叫得最响的是互联网博客。写博客日志的人赚几千美元！但今非昔比，有几百万身价的博主只是特例而不具有普遍性。为什么？入门容易使得这个机会被透支，导致了堵塞、竞争和饱和。饱和导致噪音，噪音导致销售量下降，销售下降导致利润被侵蚀。如果一个人能够在一天之内开始一项你在做的生意，这很可能违反了进入戒律，后续情况可能不妙。

互联网营销或者多层次营销，通常不符合进入戒律，除非你自己创设了多层次营销公司。如果你和2000名和你做一样生意的人共处一室，那你的取胜机会非常小。谁是远离红海的创新者、领先者呢？站在讲台上的那个创建多层次营销公司的人是快车道上的人。那么你是谁呢？抱歉，你只是在他的快车道军队中的普通一兵而已，是其营销策略中的一环。多层次营销公司的创始人不必爬上金字塔，因为他修造了金字塔！你可以做金字塔的修建者，也可以成为攀登金字塔的人。你可以做绵羊，也可以成为牧羊人。

## 用“例外论”克服不利的入门条件

如果你违反了进入戒律，那么准备成为例外吧，例外打破了进入戒律的规律。不幸的是，例外是很少出现的情况，就好像一个超过平均水准的高中运动员变成职业运动员。

例如，当我和其他网络营销者一起坐在礼堂里，我意识到要想在几千名做同样生意的人中胜出，我不得不成为特例，我不得不成为那个最棒的人。坦白说，我知道我不可能成为例外。我可以成为5万名想法类似的“分销商”中的一个特例吗？我很怀疑。而当我开始做互联网生意时，我有差不多12个竞争对手。我会是那12个人中的特例吗？当然是。

其他例外的例子是职业扑克竞技和金融交易，比如股票、期货和货币交易。这两种行业都打破了进入戒律，几乎没有任何进入壁垒。我可以带着1万美元去拉斯维加斯赌一把，我还可以将1万美元存入一个交易账户，开始买卖货币。缺少进入门槛本身就可以创造出市场，而在那个市场取胜，

你不得不成为一个特例。世界上最好的（也是最富有的）扑克选手是个特例，他靠的是从那些轻易进入的最弱的人身上获利。

在货币市场存在着同样的情况。新手来来去去，想通过买卖货币致富，然而只有特殊的参与者才能赚到几百万美元。此外，承办商也能赚到钱，比如货币交易平台、经纪公司和扑克游戏网站。

有一句老话，“淘金时代不要去挖金子，卖铲子吧！”说到进入，你的行业和生意不可能让所有人发财，因此，你必须成为特例。而如果你是特例，低进入壁垒会变成一项资产，而不是负债。

## 进入是个过程，不是结果

想知道你的生意是否违背了进入戒律吗？答案是另一个简单问题：做生意是一个结果，还是一个过程？真正的商业创业是过程而不是结果。如果你因为买了一套分销产品，或者填了一个在线表格，就突然做起了生意的话，那么你违反了进入戒律；如果你突然开始做生意是因为做了一件或两件事的话，你也违反了进入戒律。相反，如果我想在纳帕山谷开一间提供住宿和早餐的旅馆，我得先找一处物业，装修、融资、购买保险、申请营业执照、招聘员工等，大概有10个步骤，进入一个行业是很具体的过程。

开始一项生意，就像致富，需要做出一系列构成整个过程的选择。而网络营销公司的创始人做得特别好，是因为他们知道人们喜欢结果，有什么会比“完成这个应用，你就可以开始做生意了”更好呢？他们把容易进入当成一个优势。作为企业家，我们想开办的公司是让别人可以将其当作一个结果加入进来。别骗你自己了，按企业家杂志封底的地址寄一张支票，算不上是准备开始做生意。任何只需10分钟去做或参与的生意，都违背了进入戒律。一旦破坏戒律，你就把自己投入芸芸众生之中了，为某些人的快车道做出了贡献。

## 大家都在那样做

你有过被堵在高速路上几小时一动也不能动的经历吗？欢迎体验“大家都在那样做”。拥堵的道路上到处都是人，如果每个人都那样做，我就不会去做。我将离开那条路，你也应该离开。为什么？因为待在那里，大家都不会变富有。如果每个人都富有，“大家都在那样做”就不可能存在。

谈到金钱，最好的警示信号就是“大家”。这是一个红色警告，说明进入戒律被打破了。如果每个人都去做同样的事情，肯定会失败。尽管大家在房地产市场上涨时期都疯狂买房，而我却做了相反的事情。我站在一边观

看，而且把房子卖掉了。当疯狂的民众在买进时，你应该卖出。相反，当他们卖出时，你应该买进或静观不动。

历史上充斥着“大家都在做”导致的繁荣和崩溃。仅仅是上一个10年，世界经济就经历了科技股泡沫、油价大暴涨、房地产市场崩溃和全球金融崩溃，这些都是典型的“大家都在做”的例子。这是一条非常拥堵的道路，慢慢走向崩溃，就像一群羊走向大屠杀。

## 警示信号——“每个人”

20世纪90年代末，科技股泡沫膨胀，因为我跟着大家一起做，所以也亏了钱。我吸取了经验教训，在最近的房地产泡沫中，我没有买一栋房子。而且这段时间里，我卖掉了3处房产。后来房地产市场崩溃了，股市紧随其后，而我早已套现，坐拥现金。我是怎么知道的呢？

我留意到了“大家都在做”这个信号，因为如果每个人都富有，“大家都在做”的情况就不应该出现。尽管这个逻辑看上去有点疑问，但从未让我失败过。我是怎么知道“大家都在做”的呢？很简单。当一般公众中出现了投资的非理性繁荣时，我就知道这是该退出和旁观的时刻了。

当水暖工来修厕所时吹嘘他的3处出租物业在最近3个月升值了15%时，这是退出和旁观的时刻；当你的私人教练吹嘘他买的网络股在2个月里已经赚了40%时，这是退出和旁观的时刻；当开卡车的表亲打电话给你，询问油价已经每桶150美元，要不要投资石油时，这是退出和旁观的时刻。“傻钱”通常是在繁荣末期出现。什么是傻钱？消费者的钱！金钱追逐者的钱！但是有些精明人掌握了这个大众法则，他们不仅不退出，还会站在对立面，做空并从下跌中获取收益。每一次的泡沫崩溃，都会出现新的百万和亿万富翁。因为他们在每个不合理的大幅上涨中看到了必然会到来的崩溃。

当股市在2009年初崩溃时，谁在买进又是谁在卖出呢？大家都在卖出。而我早就离场，一年前就已经卖掉了全部股票。沃伦·巴菲特在买进。大家都在卖出，而超级富豪却在买进。难道大家都是错的吗？是的，确实有可能。

如果你想过正常的生活，就不可以像大家那样。不要被特例蒙住眼睛。你应该走在前面，让大家跟随你的足迹。当羊群排着队走向屠宰场时，你应该是那个屠宰场的主人。

本章小结：助你踏上快车道

※进入戒律表明，当进入壁垒降低时，竞争会加剧，道路会出现拥堵。

※容易走的路会更拥挤，产生更激烈的竞争，对于参与者来说，只能得到更低的利润。

※容易进入的生意通常缺乏控制，而且需要在过度饱和的市场中经营。

※特例论是用来克服低进入壁垒的。

※开创生意应该是一个有代价的过程，而不是一个结果。

※“大家”指的是一般公众，主要被主流媒体采用。

※如果每个人都很富裕，那么“大家都在那样做”就是可行的。可是如果每个人都有钱了，那么没有一个人是富有的。

※“大家都在做”是一个炒买和傻钱进入的信号。

# 第32章 控制戒律

靠人不如靠自己。

约翰·盖伊（John Gay）

## 要坐在驾驶位上

很多事情界限分明。你要么是在快车道上，要么不是；你要么能够控制财务计划，要么不能。这里没有模棱两可的情况。如果你不是在快车道上驾车，那么你便坐在乘客位上，由其他人掌控方向盘。

想象一下你梦中的轿车、游艇或专机，现在钥匙就在这里。你有一小时，没人打扰你，你是愿意抓过这些钥匙去狂野一番，充分享受每一分钟呢？还是宁愿一屁股坐在乘客位上休息，“嗨，你开吧，我想坐在乘客位上搭个便车。”愚蠢吗？并非如此。这是许多人从事生意的方式。他们搭便车，放弃了驾驶位，违反了控制戒律。这样做的时候，他们牺牲了对自己财务计划的控制，最终让别人发了财。

## 搭快车道便车

生活中的搭便车者走上了崎岖小路并成为受害者，商业上的搭便车者违反了控制戒律。

## 关于控制

商业搭便车者向风险寻求庇护，他们随时可能被赶下车，相对司机处于弱势地位。当你掌控自己的生意时，意味着你控制着你生意的全部，包括组织机构、产品、定价、收入模式以及经营选择。如果你不能控制公司的每一部分，你就不是自己在驾驭！如果你不能亲自驾驭，你就有可能遇到事故。

快车道上的驾驶员自己掌握控制权。那些违背该戒律的人会失去控制。一般而言：

·驾车者创立多层次营销公司，而不是加入这类公司。

·驾车者出售连锁经营权，而不是购买连锁经营权。

·驾车者提供加盟计划，而不是加入别人的连锁店。

·驾车者管理对冲基金，而不是投资对冲基金。

·驾车者出售股票，而不买股票。

·驾车者为别人提供代销直供，他们自己并不做这个生意。

·驾车者提供就业机会，他们不为别人打工。

·驾车者收租金和专利使用费，而不是支付租金和使用费。

·驾车者出售使用权，而不是购买使用权。

·驾车者发行IPO股票，而不是认购股票。

那么你是快车道上的驾驶者？还是一个搭便车的人？

如果你符合搭便车者的特征，不要气馁，也不要回避问题。你不可能转瞬之间就变成驾驶者，因为即便我也会搭便车的。快车道上的搭便车者可以赚到钱，有时甚至能赚很多钱。但是要明白，有控制权的驾驶者赚大头，搭便车者最多只是赚了零头。

## 零头和大头

不错的收入、赚大钱和发大财之间是有差别的。具体来说，不错的收入是指每月2万美元。

每家互联网营销公司电话推销的陈词滥调都是，“伙计，想每个月赚1万美元吗？”听起来还不错，不过这只是你眼中的大钱，它无法让你购买私人喷气式飞机和泊在纽波特海滩的10米长游艇。

大钱是每月20万美元。我们现在可是在谈每月赚20万美元的事，这会改变你的生活方式。当你赚钱达到这个水准时，生活将会改变。

然后说说大财，就是你每月赚到的钱超过100万美元。难以置信吗？一点也不。如果你把握好5条戒律，掌控你的公司，每月百万收入并非不可能。

要想赚大钱、发大财，你得有自己的系统，而且控制好它的每个方面。当你放松控制，授权高管去做时，你把大头给了司机，而你只得到了乘客应得的那部分零头。比如说，我的网站提供一个加盟计划，其中最好的加盟

商每个月有2万美元以上的收益。是的，他的收入很不错。他是搭便车的乘客，而我是司机，掌控着加盟计划。然而，想想他承担的风险吧。我随时都可以制定一项“新政策”，可能会导致他的收入缩水。我决定了他的收入情况，他承担了我可能终止、修改加盟协议的风险。最重要的是，作为司机，我是赚钱最多的那个人（每月20万美元），而他只能赚到还算不错的收入（每月2万美元）。

你可能听说过一群被称作“AdSense”百万富翁的互联网企业家，和上述情况比较类似。谷歌的Adsense是一个在线广告商联盟，可以让在线网络出版商从其网站流量中获得收入。加盟商、博客写手和出版商通过使用谷歌的AdSense计划能够获得不错的收入。一些内容提供者和博客写手每月收入达到6位数。毫无疑问这已经算是大钱了，而谷歌（司机）发的却是大财。

## 失去控制＝碰撞

想想搭便车的风险吧。你上了某个陌生人的车，让他们带着你走。在快车道上搭便车风险极大，特别是当你的家庭也在上面的时候。无数的企业家重蹈我的覆辙，他们碰了不少壁。

事情是这样的：我的论坛也加入了谷歌的广告网络，谷歌要为我的论坛带来的广告点击量付费。这是一种搭便车关系——谷歌是司机，我的论坛是乘客。我的论坛上有一个帖子讨论一个电子书营销项目。这个话题进展到后来，出现了一个嘲笑破产的前NBA球员的笑话，（长话短说）谷歌的人声称这违反了他们的规定。我的广告被终止，收入也停止了。现在想象一下，如果我和我的一家要靠这个论坛和谷歌支付的每月1.5万美元的收入生活，而突然间收入没有了，结果不堪设想。

没有控制，无力申述，无力抵抗。我花了8天时间解决这个问题，但是这件事暴露了快车道上作为乘客搭便车的风险。那8天时间，我从中得到的收入为零。在任何司机与搭便车者的关系上，司机总是比搭便车者赚到更多的钱，他们拥有快车道策略的一个关键要素——控制。

我无法想象一家公司的收入流完全被另一家公司扼杀的情况。如果有人可以“摁开关”摧毁你的业务的话，你就是在财务计划上玩轮盘赌博游戏。搭便车的先天性风险是你将控制权交给了司机。如果司机开车撞了墙，看看谁会倒霉。就是你！

搭便车的问题在于你真的不了解那个司机。那个司机可能是有德行、讲道理和公正的，也可能是道德败坏的和邪恶的。不管是哪一种，作为搭便车者，反正你已经把所有权力都交给了司机。而谁拿着钥匙，谁就拥有了权

力。

数百万人毫不犹豫地服从了这种类型的组织控制。他们签订连锁协议，放弃了对重要商业决定，包括营销、广告和使用费的决定权。他们加入了分销队伍，由其他人决定他们的收入。他们的产品都直接来自一个中心控制的渠道，他们像是机器人一样，由别人指挥能做什么，不能做什么。

他们成了公司创始人的人质，没有意识到他们不是自己的老板。如果你不能改变你的产品，你是老板吗？如果你不能改变价格，你是老板吗？如果你不能影响市场决策，你是老板吗？

几年前，我加入了一家网络营销公司。我有个朋友也在这家公司，他赚了很多钱。最终这家公司改变了产品线和收益机制，于是我朋友的收入流出了问题，慢慢地没有了收入。他拥有的资产（下线和现金流）几个月就蒸发完了。我的朋友除了嘴上还声称“他拥有自己的生意”之外，已经完全失去了控制。他的错误在于违反了控制戒律，他从未掌握生意的控制权，而他只是傀儡。

当司机急转弯和改变条款时，你除了跟随，没有别的选择。如果是发生破产或刑事罪名，他们正在下沉的船也会变成你的。你真的想置身于这种业务关系中吗？

## 像鲨鱼那样思考，不要学孔雀鱼

如果你生活在海洋馆，那么你是愿意做鲨鱼还是孔雀鱼？鲨鱼吃别的鱼，孔雀鱼被别的鱼吃。

商业是一场争夺客户和他们口袋里的钱的残酷竞争。这是一片红海，发生着为了生存而展开的多方位战争。在这个游戏里，你想成为食物链的顶端，而不是底端。你要创建企业，而不是加入他们；你要创立金字塔式组织，而不是加入那种组织；你要做制造，而不是做零售。

为了成为鲨鱼，你得像鲨鱼那样思考。鲨鱼想的是更大的图景，而孔雀鱼只看眼前。作为鲨鱼，你必须深入思考你的信念体系，改变你的思维方式：考虑全局而不是局部；去引导，而不是去跟随；思考如何创新，而不是复制。从孔雀鱼到鲨鱼的转变起始于你的思考焦点从小到大。

如果你专注自己的快车道路线，要做鲨鱼，请把整个海洋当作你的游戏场。你留意过一群鱼吗？每种鱼都不会单独行动，它们生活在一个群体里。幸运的是，大多数人看不到这个类比中隐含的危险。它们只是群体中的一条鱼，受到比自己更大的力量的控制。谁会对这一群鱼感兴趣？是鲨

鱼。

成为鲨鱼，而不要去做孔雀鱼；要当驾驶员，而不要做搭便车者。

## 投资打造自己的品牌

你在种谁家的摇钱树？你在投资自己的品牌还是别人的品牌？

你在堵车时有没有看到过贴满某公司标志和海报的汽车？从售卖Acai饮料的网络营销公司到这个国家最大的化妆品公司的海报，应有尽有，这等于是司机在对外公布："嗨，伙计们，我把一生投资在别人的品牌上了。"他们是鲨鱼密布的海域里的孔雀鱼。

最近有个中年女士来找我，她把车停在健身房停车场，问我兰博基尼和那个豪华车牌的事。接着，她打开了潘多拉盒子，问道，"你做网络营销吗？"我瞅了一眼她的车。那是一辆生锈的老现代，需要更换轮胎和重新喷漆，后玻璃也没了（除非你觉得胶带可以当车窗玻璃用）。车的侧门贴着一些海报和公司标志，显示她的网络营销多么伟大。

"待在家里就能赚大钱！"

我想知道如果她那家公司（和她选择的路）真的有那么伟大，为何她开的是一辆价值还不到我的兰博基尼左前轮的价格的破旧现代？为什么她可以吹嘘"待在家里赚大钱"，却显然并没有赚到大钱？我很尊敬地问她为何要投资一个她控制不了的生意。为啥你愿意为别人做嫁衣，却不为自己做些事情？

她一边笑，一边用"偷梦人"的套路反驳我的分析。就像她所做的事情是有用而且合理的，她拒绝了我的建议。那好吧，继续做你做的事情吧，看看能不能到达你想去的地方。不用听我的，是你来找我这个已经退休和过着梦想中的生活的人。我知道这样听上去自大且狂妄，我为我的态度道歉，但是我的逻辑没错。

当你盲目地将生命和时间投入别人的品牌时，你便成为他们营销计划的一部分。你成了人家一幅大画面中的一个不起眼的地方，你将自己置于微弱的赚小钱的境地，而不是努力去赚大钱。不投资自己的品牌，是我作为一名年轻企业家所犯过的最严重的错误。搭快车道便车是一种风尚，欺骗了许多有可能成为企业家的人。我说"有可能成为"是因为搭便车不是企业家的行为，因为企业家精神的核心是创造和创新。搭便车的人不是先锋，他们既不创造，也不创新，只是出售、运营和管理。

如果“司机”决定关闭店铺，你就惨了；如果司机决定不再经营某个产品，而这又是你唯一的收入来源的话，你就倒霉了。快车道上的人控制他们自己的品牌、资产和财务计划，他们不盲目将其交给其他人，而是希望得到最好的结果。

## 只有……时，网络营销才能成为快车道

网络营销是一条快车道，前提是你必须拥有那家网络营销公司。

作为快车道上的人，你要创立公司，而不是加入公司。我在脸书上有大量朋友，他们对网络营销非常着迷。我没有把自己的看法告诉他们，因为他们得自己去搞明白。如果他们真的以为每月2万美元是很大一笔收入，那就让他们那么想好了；如果他们真的相信收入流会源源不断，那就让他们相信好了；如果他们真的以为自己是在控制，那就让他们这样以为吧。这些人必须自己碰了钉子才能明白过来。

我也是经历了4家网络营销公司之后才明白这个道理的。这种公司里住在太平洋岸边别墅、拥有各种豪华轿车的人，只能是创始人和内部小圈子里的人，而不是几年后才加入公司的分销商。

我从不掩饰对网络营销的不满，哪怕让我不满的理由只是误解而已。网络营销是一种搭便车策略，却把自己包装成一种企业家行为。令我不满的是他们错误的观念：大笔财富会在诸如“当自己的老板”、“拥有你自己的公司”或“获取被动剩余收益”的口号中从天而降。

但是，这些说法中也有小部分是有用的，它们才是多层次营销真正的精髓，那就是销售、分发和培训并不是企业家精神。

我参与过4家多层次营销公司。可我不记得下达过产品决策、研发、营销限制、规则、成本分析或其他企业基本活动的指令。作为一名网络营销人，你没拥有一项生意，你的工作只是管理和创建一个销售组织。这就类似把钱压在床垫下，却声称这是一项投资。

几年前，我有几个朋友在多层次营销方面做得不错，他们中一些人现在还在做。我那时也做得不错，但是有两件事总是折磨我。第一件，我没有控制权，我得仰仗公司的恩赐、政策、程序、产品线和成本结构。不管他们拿出什么样的合同，我都只能接受。我记得当我所在的公司停止经营其最好的产品时，我的收入直线下降，而这并不是我的过错。

我的那个做多层次营销的朋友怎么样了呢？他因为反对公司的决定而辞职了，就我所知，每过几年他就会去尝试新的机会。他持续重复着这样的循

环：抓住某个火热的机会，干到没有更多的油水，再转到另一个机会。最终我发现他并不富裕，也还没有退休。他没有陷进你死我活的恶性竞争，却进入了一场兔子比赛，从一只胡萝卜转向另一只胡萝卜。

第二件让我烦恼的事情，我觉得自己不像是企业家，倒像是一只在蜂巢中忙碌的工蜂。我觉得自己像一家大公司的雇员，从几小时的辛苦工作中获得微薄的收益。我的直觉告诉我，我违背了很多戒律和规则，包括需求戒律、进入戒律和控制戒律。

我不喜欢这种只能作为旁观者的参与模式。人们认为自己是企业家，而实际上不过是快车道致富计划中的销售员和销售经理而已。

这些人能够做出什么巨大改变吗？当然，我并不想争辩这个事实！财富500强企业的顶级销售员也可以赚很多钱，彩票中奖者也可以赚很多钱。我们这里说的是概率，并不是什么定数。多层次营销分销商是拿佣金的雇员，而不是企业家，他们为快车道上的人工作，无法控制工作环境，但是那个快车道上的人可以控制。网络营销者是快车道上的人手中的一颗棋子。

所以让我清楚地告诉那些打我主意的多层次营销人士吧，作为企业家，我喜欢网络营销。如果我发明了一个产品，网络销售是我首先想到的分销方式。而且多层次营销在很多方面还有很高的教育价值：销售、激励、团队精神，还有社交。

网络营销可以加速你的进展。对于我的那位朋友，他是一个快车道上的搭便车者。他没有意识到，充分利用快车道不用加入一家网络营销公司，而是自己建立一家公司。你必须是一家大家都渴望加入的公司的创建者。你必须是政策、产品的制定者，是生产商。

快车道上的人创建并投资自己的品牌。搭便车者爬上别人的车，希望让别人载一程。如果你不控制自己的系统、你的摇钱树和你的品牌，等于没有控制任何东西。你必须坐在金字塔顶服务大众。请停止攀登金字塔，开始自己建造金字塔。

本章小结：助你踏上快车道

※搭便车者把业务控制权让给了快车道上的人。

※不错的收入和大钱之间是有差别的。搭便车者可以得到不错的收入，但是快车道上的人赚的是大钱，有时甚至是巨大的财富。

※在司机与搭便车者的关系中，司机总是掌握控制权，而搭便车者要看

司机的脸色。

※搭便车者只是别人的快车道计划中的一个参与者。

※把你的世界变成一个你可以控制的组织。

※网络营销与企业家精神没有太大关联，更多的是销售、社交、培训和激励。

※网络营销违背了控制和进入戒律，有时也会违背需求戒律。

※网络营销者是快车道上的人手中的一颗棋子。

※网络营销是一个强大的分销系统。作为快车道上的人，应该寻求拥有而不是加入。

# 第33章 规模戒律

要想在商业上获得成功，你只需要做对一次。

马克·库班（Mark Cuban）

## 限速15还是150

当你的生意之路违背了规模戒律，积累财富的速度会受到限制。在限速15的路上开车，你不会快速抵达目的地。规模是杠杆，为快车道财富公式提供了力量。

## 关于规模

商业规模可以类比水边环境。你可以选择住在海边或本地公园的池塘边。有以下几种商业生态：

·本地/社区（水池）

·郡/市（池塘）

·全州（泻湖）

·地区（湖泊）

·全国（海）

·全球（洋）

在当地或者一个只能容纳少部分人的水池里很难找到规模。当然，不是完全找不到，但是要求一定的量，而量是需要成本的。如果你拥有一个日光浴沙龙，你的环境是本地。如果你拥有一家高档的餐馆，你的环境是郡/市。如果你拥有一家互联网公司，你的环境是全世界。环境越大，你在快车道上的潜在车速就越高，杠杆就越大。

## 努力完成全垒打，而不只是安打

百万富翁马克·库班最近在博客上写道，问题不在于你在生意上花费了多少时间，而在于你必须得做对一次，而那一次能够决定你的一生。换言之，

完成漂亮的全垒打。

生意就像是打垒球。要在能够打出全垒打的赛场比赛，不要在不可能打出这种球的地方浪费时间！比方说，如果你在主街拥有一家服装精品店，你就违背了规模戒律，因为你的客户群来自当地。为了扩大规模，你需要用复制的方式引入杠杆，即开更多的商场，出售更多的连锁经营权，或在互联网上售卖。

不幸的是，大多数企业家投身于“只能安打”的生意中。他们的运动场地太有局限性。在他们选择的道路上随时都会提醒“限速：15”。在这种场地也不可能打出全垒打，因为环境所限。如果你是一名按摩理疗师，不会一觉醒来发现有1万名客户等在门外。这里没有杠杆！

如果你的快车道公式里没有杠杆，你就不会得到机会，规模戒律就像是道路上的一个收费站。

## 快车道财富公式：解除规模限制

当你违背规模戒律时，你便破坏了快车道财富公式，将马力降到了慢车道状态。回忆一下快车道财富公式：

财富＝净利润＋资产价值

资产价值要根据净利润做出预测，而净利润等于利润率乘以销售数量。

净利润＝销售数量×利润率

如果“销售数量”有一个上限，你创造杠杆的能力就会受到约束。没有杠杆，你将无法实现财富的指数式增长。如果你的生意之路受到规模限制，快车道财富公式将无法发挥作用。

例如，一个人在本地邻区购买了一个火爆的三明治连锁经营权。这个生意违背了规模戒律，因为三明治的销售数量和利润率实际上是有限的。这个人一天能卖出多少个三明治呢？50个？还是100个？一天有多少小时？24小时。看到相似点了吗？销售数量有一个上限是100个。如何能卖出10000个？或者100000个？有什么办法让这家店每天卖出更多的三明治吗？

在目前的情况下，没有办法做到。在当地经营范围内，他的规模是有限制的。他无法把一个新鲜的三明治卖给住在澳大利亚的人，只能卖给周边的邻居。有限的规模导致这条路有速度限制，就像是一条慢车道。公式的另

一项——利润率也是有限的，这使得情况变得更糟糕。一份三明治和饮料的最大利润是多少？2美元吗？我们再次看到这个生意具有很低的上限。这些数字不会带来财富，只会限制财富。

现在要澄清一下，我并不是说一家本地餐馆老板无法致富。实际上，我认识几位餐馆老板确实做得不错，但是他们经营的是另一类餐馆——高档餐厅，具有更大的规模和服务范围。如果你的餐厅的晚餐平均消费是200美元，而且客人来自整个城市，而不只是周边，你的经营规模就大不一样了。单位利润不是2美元，而是每人40美元，如果算上酒水，会达到每人60美元。

## 服务范围或量级带来规模

为了达到规模效益，必须扩大服务范围或利润率，这可以通过价格和成本达到。比较一下兰博基尼和现代，兰博基尼的价格意味着更高的量级。你会更接近影响力（兰博基尼的主人更可能利用影响力定律）。如果你是向富人推销房地产的经纪人，卖的都是几百万美元的房产，通过价格你就获得了更高的量级，更高的价格和成本会推高量级，如果成功地售出了曼哈顿最贵的公寓楼，你就获得了量级效果，实现了规模效应。如果你以高量级经营，会更接近影响力或获得影响力。

除了量级，服务范围也能带来规模。服务范围是个大数字，你能接触的人越多，规模潜力就会越大。你的生意的服务对象是谁？本地人和街坊邻居？还是全世界？你的活动场地越大，财富潜力越大。

在主街上卖三明治的人不会获得规模和量级。有什么办法能够让这个人把每年4万美元的利润变成40万美元吗？没有。一开始就决定了这个结果。他购买的不是一个连锁经营权，而是一个工作。他永远不会发财，直到他一觉醒来，意识到每天向100人卖每只只有1美元利润的三明治是不可能有规模效益的。

## 规模就是杠杆

规模戒律要求生意必须能够最大化快车道财富公式。给影响力定律一个机会吧！给财富一个机会！怎样才能知道你的生意（或潜在生意）是否满足规模戒律呢？问自己以下几个问题：

·这个生意的净收入是否没有上限，比如说从每月2000美元到每月20万美元？

·这个生意的资产价值是否是几百万美元量级？

·这个生意是否能够影响到数百万人？或者是几千人？其客户群是全世界，还是城里的某个小社区？

·这个生意是否可以通过连锁、授权或加开店铺的方式复制并扩大到本地贸易圈之外的地方？

·最好的情况下，能够卖出多少件？是100件还是1亿件？

·最好的情况下，可达到的最大单位利润是多少？是否具有量级？

如果你无法给出这些问题的肯定答案，这个生意可能是受限的，财富创造会受到阻碍。

小的商业生态环境只能创造少量财富。规模是大数字，尽量想得大一些，全国性的或者全球性的。大的数字或规模才能实现影响力定律。要想挣大钱，你必须影响到百万人，这种事在主街的小店里不可能发生，但是对于遍布全国的商店则有机会。

## 获得影响力

一个“想发大财”的朋友问我，买下一家咖啡店的经营权是不是一个好主意。我说：“不是。”我的回答让他很惊讶，因为他还被蒙在“做自己的老板”的鼓里。我不喜欢这个想法，因为通往影响力定律的路被封闭了。

其中有什么问题？他的目标是实现财务自由，而在本地开一家咖啡专营店对此是毫无帮助的。经营咖啡馆，无法让他获得影响力。一天卖出100杯拿铁并不能在规模或量级上获得发展。如果他不想拥有20家连锁咖啡馆，而只是想经营其中的一间，那么他通往影响力的路就封闭了。

如果你无法实施影响力定律，就无法发大财。对于慢车道上的人来说，人品大爆发才能达到这个目标。例如，为百万人献唱，娱乐百万人，在百万人面前打球。对于快车道上的人来说，影响力定律可以通过规模或净资产价值放大而实现。例如，卖东西给百万人，帮助百万人，服务百万人，影响百万人。

## 影响力定律的障碍

妨碍企业家实现影响力定律的三大障碍是：规模、量级和渠道。

对影响力来说，最大的障碍是规模。如果你不能为百万富翁提供服务，你也成不了百万富翁。回到我朋友的咖啡馆，在快车道财富公式中，他

的“销售数量”受到了限制，因为他的咖啡只能在当地社区售卖。他的销售数字是固定的，缺乏规模性。他不会把咖啡卖给住在新西兰的人，一项缺乏规模的生意就像一辆车上有个人负责监督速度，防止超速行驶。

我的朋友打破规模限制的唯一选择是收购更多地点的咖啡专营店。如果他经营全州29家专营店，就可以每天出售6000杯咖啡了。规模变得非常大，随之而来的是影响力。当然，最优化快车道战略不是购买经营权，而是出售经营权。

如果我的朋友不经营多家专营店，他就无法打破规模障碍。没有规模（销售数量）或量级（较高的利润率），他经营的生意只能产生微不足道的资产价值。他的财富公式变得迟滞，影响力定律无法发挥效果，他只能继续过中产阶级的生活。拿着中产阶级的收入和很少的财产，他的财富公式具有典型的慢车道特点。

对影响力来说，另一个障碍是量级。由于我那位开咖啡店的朋友受到规模限制，他的另外一个选择是用量级替代规模。不幸的是，这条路也被堵上了。利润无法改变。商人们都不会为了想多赚一点钱就提高价格，这样会把销售量降下来。每杯咖啡赚10万美元的利润是完全没可能的。

直接通向影响力定律的道路才是通向财富的道路，否则前途未卜，这是因为影响力经常会偏向企业主和生产商，而不是流向雇员或消费者。例如，如果你是一家私人保健护理机构的医生，你可能认为自己拥有量级，因此应该发财才对。实际上，有量级就会发财吗？并非如此。这个假设的错误在于没有认识到影响力定律只对那些管理者产生作用。

因此，那家私人保健护理机构的所有者才会得到了影响力带来的所有好处，而是受雇的医生。作为员工的医生并不一定获得影响力，因为他们不控制这个系统。他们能够发财吗？当然，但是要由这个系统的所有者对其内部价值做出评估。拥有诊所并雇佣其他医生的人，可以得到影响力和财富。影响力总是偏向于体系的构建者一方。

## 如何运用影响力定律

如果你想运用影响力定律，就要选择一条可以打破规模或量级的路径，并掌控来源。如果你不能成为源头，就应为源头服务。但愿你能轻易判断出哪条路会和影响力定律平行发展。无论是哪条路，不管是怎样的路线图，它能够直接影响到数百万人吗（规模）？它可以明显影响到一些人吗（量级）？

·如果你发明了一个数百万人使用的软件插件，就可以实现规模和影响力定

律，有机会快速致富。

·如果你能够成为《美国偶像》节目的最后冲关者，就可以实现规模和影响力定律，有机会快速致富。

·如果你建立了一个服务单身妈妈的网站，就可以实现规模和影响力定律，有机会快速致富。

·如果你在一家财富100强企业任职，职级接近首席财务官（CFO），就可以实现规模和影响力定律，有机会快速致富。

·如果你是一名刑辩律师，处理非正常死亡的案子，就可以实现规模和影响力定律，有机会快速致富。

·如果你创建了一家成功的零售商场，而且有300个企业家加盟，就可以实现规模和影响力定律，有机会快速致富。

·如果你发明了可以检查皮肤癌的机器，就可以实现规模和影响力定律，有机会快速致富。

你要从大处着眼，考虑规模和量级，分析财富公式并检查变量情况。你的最大销售数量和最大利润率是多少？你的客户群有多大？例如，作为一个作家，我拥有规模，有了庞大的读者群，就可以实现影响力定律。我的读者是哪些人呢？整个世界数以百万计的英文读者！我随时都能想到这本书已经被澳大利亚和新西兰的读者预订了。我的上限是全世界，我的道路上没有任何时速限制，这是实现影响力的保证。

本章小结：助你踏上快车道

※你的客户群决定了你的生态空间。空间越大，财富潜力就越大。

※生意可以是安打，也可以是全垒打，这取决于生意环境的规模。

※违背规模戒律，会使快车道财富公式失效。

※通过销售数量和量级（利润率）可以形成规模。

※影响力定律是致富的基本通道，它受到规模、量级或渠道的影响。

※影响力偏向企业主和生产商。非受控实体间接突破规模或量级不能保证可以获得财富。

※为获得影响力，你应该在自己掌控的实体里突破规模或量级的限制。

※规模、量级或者资源上的缺陷会降低创造财富的速度。

# 第34章 时间戒律

我有很多想法，却缺少时间。我希望我能活到百岁左右，我也就满足了。

托马斯·爱迪生

## 打破联结纽带

最后一个快车道戒律是时间戒律，时间戒律要求你的生意与你的时间脱钩。你的生意能够让你脱身，开花结果变成一棵摇钱树吗？消极收入是时间戒律给出的快车道致富工具。

## 关于时间

拥有一项生意并不保证得到财富或解脱。一些企业家被生意绊住了，因为他们的生意违背了时间戒律，看上去成为一项工作或者终身劳役。尽管全心全意投身生意对于创业、成长和正在成熟阶段的企业主很正常，但我不能为之奋斗40年。满足时间戒律需要回答如下问题：

·当我不在场时，这项生意是否可以自动有序地运转？

·我的边际收益是否足够多，可以让我雇人去做？

·我的经营是否得益于这是一项摇钱树似的业务？

·如何让生意经营不占用自己的时间？

工作就是用时间换取收入，某些生意也是如此。快车道的目标就是将你的时间与收入分开，哪怕收入不是几百万美元。你愿意每周工作10小时赚6万美元，还是每周工作70小时赚14万美元？无论如何，我都更愿意选择前者。

阿施琳·加德纳（Ashlyn Gardner）热爱艺术和文学。听从所谓大师们的建议，她开始去做“自己喜欢的事”——开了一家艺术咖啡店，为本地艺术家服务，每周还会举办文学阅读活动。刚开始时，她的生意非常火爆，令人充满了兴奋和期待。但是两年以后，生意开始回归常态，光芒不再，生活变得很辛苦。阿施琳意识到自己并没有掌控生意，而是生意控制了她。

她每天早晨4点开业，一直待到晚上8点打烊。24小时×7天的生意就好像

是一场无休无止的磨难。雇员经常跳槽，因为她没钱请好员工。她的社交生活也没了，也和男朋友分手了，因为她从来抽不出时间。她的健身会员资格过期了，每周的瑜伽课也不去上了。为了找回时间和生活，阿施琳想到招聘一名总经理。不幸的是，这要花费一大笔钱，她将变得入不敷出。做了3年之后，她把咖啡店关了，重新回去给别人打工了。

阿施琳的生意没有失败。咖啡店经营得不错，让她过上了中产阶级的生活。那么她的问题出在何处？她的生意违背了时间戒律，就像大部分企业家，没有考虑过新奇和兴奋之后将面对何种境况。

## 长不大的摇钱树

成功的生意不是玩笑和游戏，特别是一个违背了时间戒律的生意。人们经常出于错误的想法做生意，受到一些所谓大师和人生导师的怂恿，相信“做自己的老板”和“做自己喜欢的事”就可以成功。不幸的是，这些所谓的企业家走上了一条通往沙漠的路，而摇钱树并不能在沙漠长大。

想想阿施琳和她富有情趣的咖啡店吧。她是自己的老板吗？当然是，但是这还不够。阿施琳的咖啡店经营得还不错，却最终以失败告终。她受到对文化艺术的热情驱使，想自己做老板。然而这种选择并不理想，达不到目的。你无法在盐碱地上种出花来。

作为快车道上的人，你应该让生意自动运行，你需要被动收入和一棵茂盛的摇钱树。当你无法满足时间戒律的要求时，以下两方面的障碍会造成你的失败，它们是：

·由于你选择的道路缺乏效率，所以最终难以取得成功。

·你播下的种子无法在贫瘠的土壤里生长。

如果你的生意是摇钱树的幼苗，它最终应该会长成一棵摇钱树。内容系统、计算机系统、软件系统、分配系统和人力资源系统都是摇钱树苗。如果你的生意不是建立在这样的系统之上，是否可以将其附加在上面，使其具有被动性呢？

对于阿施琳的咖啡店，她意识到需要摇钱树苗——人力资源，即一名总经理。但由于成本过高，她请不起。她的道路一开始就是无效率的，无法结出硕果。即便她忽略了财务状况，不惜代价请到一名总经理，栽下了树种，后来也会发现那片土壤过于贫瘠，无法收获一棵摇钱树。

大多数无法栽活摇钱树的生意，问题就出在违背了时间戒律，得不到摇钱

树苗，而且贫瘠的土地也种不活摇钱树苗。

本章小结：助你踏上快车道

※让你无法脱身的生意只是一个工作。

※无须花费很多时间就能获得收入的生意，满足了时间戒律。

※为了满足时间戒律，生意应该是一棵摇钱树苗，或者引进一棵摇钱树。

# 第35章 快速致富的3条大道

如果你为别人干活而得不到回报，你就无法过上好生活。

约翰·伍登（John Wooden）

## 交叉道

如果你想横穿美国，请选择最快的路线，而不是最慢的路线。这才符合逻辑，除非受到财务自由的限制。但是大多数人还是选择了最慢的路，而不是最快的那一条，有时甚至选择了一条不能到达目的地的路。

开创事业是一个重大决定。如果你只是有兴趣去做，而且你的生意就像是一个爱好的话，那么它给你的回报也会像爱好那样少得可怜。

在我25岁左右时，我也投身于一系列无法带来持久成功的生意之中。这是我生命中的十字路口，我的最后一个养家糊口的工作是当豪华轿车司机。当然，我做这个工作是因为需要钱支付日常生活，但我也有其他动机——考察。我曾经想要拥有一家豪华轿车出租公司。由于从未做过这一行当，我认为自己应该首先在这行做一段时间，去了解和学习。干了一年之后，我的机会来了，我又到了一个十字路口。豪华轿车出租公司的老板将公司放售，我可以不用支付预付金就盘下这家公司。这就是我的机会，我可以拥有一家豪华车出租公司！但还有一个问题。

我犹豫不决。因为在几周之前，我决定搬去凤凰城，当时正准备搬家。现在面对这个新情况，我该留下来吗？而且，在观察这个老板一年多来为生意所做的努力之后，我意识到一件很重要的事：我不喜欢这个行当。这个生意需要24小时×7天的工作时间，还要一大早就起床。而我是一个喜欢睡懒觉的人。

所以我面对的是一个选择：要么盘下它，要么赶紧放手。这个机会是我想要的吗？我想接受这个“不要预付金”的好机会而放弃去凤凰城吗？我列出了一个WADM，从中理出头绪。是的，我在这本书里已经介绍过这个工具！很明显，最后是凤凰城胜出，我没有盘下那家豪华轿车出租公司。在那个决策矩阵里，是什么帮我识别出正确道路和正确行动的呢？

我知道5条快车道戒律以及哪些路径具备“快车道精髓”，而且我知道这两个选项的成功概率有多高。

## 快车道精髓：5条戒律

你不应投资一个无需求的生意；你不应该用时间去交换金钱；你不应在一个有限的规模上做生意；你不应放弃控制权；你不应将一个初创生意当作一个结果，而不是一个过程。

我分析发现豪华轿车出租服务是一项潜在生意，并非一条快车道。这个生意满足了控制权和进入条件，但不具备规模性，它只服务于芝加哥西北部郊区。这个生意需要投入大量时间，我必须每天工作很长时间，而利润不多，不足以增加人力资源。当然也无法解决未满足的需求，芝加哥有大量的豪华轿车出租公司。

为了让这个生意驶上“快车道”，我需要投入大量时间、精力和金钱。我深知我想要做的生意是从一开始就是一条快车道，而不是一个需要打造成快车道的生意。典型的快车道具有最佳的财富潜力，一旦你遵循了影响力定律，金钱会自动靠近你。哪些是高速快车道呢？哪些道路是符合影响力定律的快车道呢？

## 3条高速快车道

我把最强的3条快车道称为“3条高速快车道”，是因为它们拥有最快的上限速度，或者能够满足全部5条戒律。这3条高速快车道是：

·互联网生意。

·创新产品或服务。

·创造规模效应。

每条高速快车道都涵盖了很多其他道路。将这3条聚合在一起，你的旅途就有数百条道路可供选择。

## 高速快车道1：互联网生意

互联网生意是一条高速快车道。近10年里，互联网行业出的百万富翁要比其他任何行业多。互联网已经并正在摧毁诸如旅行社、股票经纪人、报纸杂志这类传统行业。互联网是快车道之王。

互联网是我的掘金之地，也是我放弃拥有一家豪华轿车出租公司的部分原因。互联网是现有的最好的快车道，因为它完全符合快车道的5条戒律，并且具备需求前提。互联网的规模天生可以扩大到全球范围，可以通过电

脑系统形成自动化，是一种你可以掌控的媒体（不幸的是，其他大部分媒体不是这样），它还具有防止“每个人”进入的门槛。

互联网生意模型（道路）可以分为以下7类。

（1）提供订阅服务。

为用户提供数据、信息或软件，收取月度费用。数据可以是线索、销售信息、专有数据库或图片。如果有1万人每月付你9.95美元信息费，你就是在快车道上飞奔了！当我经营自己的公司时，我购买了不少网站服务，都是付费订阅，内容涉及数据分析（谁在访问你的网站）和管理（谁想提供我的服务）等。一家公司提供网站监控服务，以确保网站正常运行。在它的主页上有该公司监控的客户网站数量。当时写的是“服务20000家客户”，我每月要交给他们50美元服务费。假定我交的费用是平均数，20000×50美元＝1000000美元，这是该网站每个月的总收入。这是互联网业务系统的一个完美例子，这个生意就是一个系统。没有产品，不需要运输，也不用操心。我算过这家网站的利润率为75%，净收益在每月75万美元左右。每个月收入75万美元，想想多久就可以成为百万富翁吧。你宁愿从每年4.5万美元的薪水里每月省出200美元吗？别开玩笑了。

订阅网站的例子有RealtyTrac.com，LoopNet.com等。

（2）提供内容服务。

内容模式是指面向特定市场或行业的在线新闻杂志和博客。这类服务商提供免费内容，以出售广告的方式来赚钱。我的快车道论坛便可以被看作是一种基于内容的盈利模式。

我认为基于内容的盈利模式是最难成功的，因为进入壁垒已经大幅下降，其成功可以通过浏览量预测，而且内容系统深度参与附属项目，是一种搭便车的架构。

（3）引导性销售。

引导性销售服务（lead generation services）通常在向消费者提供服务的同时，也对非同质的行业加以整合。这就是我在豪华轿车出租业所做的事情。我把一个高度碎片化的行业放在一个中央控制渠道里，将消费者聚拢起来，向豪华轿车出租公司出售消费者信息。引导性销售在碎片化行业很受欢迎，这些行业主要是中小型企业。

航空业的引导性销售可能不会成功，而对于整形外科则很合适。引导性销售解决了两方面需求，第一，消费者的愿望是节省时间和金钱；第二，企

业的需求是便宜地找到新客户。

（4）社交网络。

社交网络是从内容系统剥离下来的一部分。不再依靠内容来吸引眼球，人们被安排在不同的组或部落里。脸书开始依靠的是大学生，后来逐步发展成容纳各年龄人士的社交网络。MySpace的目标群体是高中学生。领英（LinkedIn）主打高端商务专业人士。社交网络只是同类群体社区的聚集体，它的覆盖范围很广，从神秘小说作家到周末喜欢鼓捣发动机的齿轮发烧友。

（5）中介系统。

经纪人将买家和卖家拉到一起以完成交易。他们是某个行业的中间商，并且从每笔交易中赚钱。著名的经纪商的例子包括PayPal、Elance、CarsDirect和Travelocity。

（6）广告。

和经纪商类似，广告商也是将买卖双方撮合在一起，与经纪商不同的是，广告商接受广告费而不是交易费。比如说，我交给网站一个等待出租的好车列表，网站为此要收取广告费。是我引入了买方和卖方。一些服务同时包含经纪和广告，比如eBay。像谷歌和雅虎这类搜索引擎同时依靠广告和经纪模式赚钱。

（7）电子商务。

电子商务就是通过互联网出售物品、服务和信息的商业活动。Amazon.com和 CSNStores.com就是大型电子商务提供者的例子。但是也有不少本地小型店铺通过电子商务拓展和实现了规模。在我家后院，有一个24小时太阳能灯，就是我在网上从明尼苏达州一家电子商务公司购买的。几年前，那还是本地公司，且没有多大销售量，现在依托电子商务，变成了全球性的商店，也向凤凰城的退休人士出售商品。

信息也可以通过电子商务销售，电子书在互联网上就非常流行。当我在网上出售我的电子版图书时，我就是在做电子商务。我可以拖着行李箱坐在亚利桑那州立大学停车场上卖书，也可以设立一个网站，把书卖给欧洲读者。

当你将互联网视为一条快车道时，从我们的快车道财富方式看，它是非常强大的。

财富＝净利润＋资产价值

对于销售数量这个变量而言（净收入），如果在网上做生意，那么全世界就是你的上限。除此之外，资产价值作为快车道财富公式的一部分，不只是由净收入决定，影响它的还有流量数据。许多网站的销售额高达数十亿，却一分钱也赚不到。流量或者网站访客数也不具有上限。净利润和资产价值这两个快车道变量，实际上均没有上限。

## 高速快车道2：创新产品或服务

创新是快车道的一个精髓，它包罗万象。过去典型的致富方式是发明一个产品、一项服务或一条信息，进行制造或加工，然后销售。

创新包括两类行动：一是制造，二是销售。也就是说，创新包括了销售之前的所有活动。

发明一个产品，既可以通过电视购物、互联网、QVC进行销售，也可以通过1万名网络分销商销售，还可以卖给20家批发商，再由他们出售给2万家零售商。何为创新产品？实际上它是在满足一项需求或一个愿望。

·食品（啤酒、烧烤酱、饼干、秘方）。

·家居用品（真空机器人、工具、衣架）。

·健康与活力（维生素、草药、能量饮品、酒吧、男性保健品）。

·信息（书籍、杂志、简报）。

·个人用品（衣物、钱包、鞋子、手套）。

·汽车用品（车用饰品、配件、贴签）。

发明还被看作是满足缺省的快速致富途径，事实也确实如此。然而，不要被愚弄了。发明并不是指发明一个工具、电话机或者笨重的赛格威车，发明者的核心活动是对一些东西加以改进和提高，把一些老旧的东西改造得更好。发明者选一个不为人知的产品，加以改进并重新推入市场，把不常见的东西变成常见的。

我看过对一位成功企业家的专访，那位发明人只是将伏特加的旧透明玻璃瓶换成了一个五彩缤纷的彩色瓶子。我过生日时还收到了一个骷髅形状瓶子的伏特加。伏特加大概已经有几个世纪的历史了，然而当一位企业家将这个古老的产品加上独特的元素时，它变得不同了。有时候，事情就是这

么简单。

我最欣赏的例子是Snuggie品牌的懒人毛毯衣，这是一种带袖子的超大毯子。这个产品概念已经出现几年了，但是有人将它重新捡起来，重新包装后推出市场，售出了4000万件，非常抢手。

创新是双阶段挑战过程：制造和销售。发明一件可以解决一项需求的产品只是打了半场仗，另外半场是将你的发明卖给几百万人，其中包括一系列的销售渠道，如电视购物（通过大众媒体销售）、零售商（卖给分销商和批发商）以及直销（通过印刷媒体、直邮、互联网销售）。

例如，我写这本书就是在生产。我一边写，一边编辑整理，然后交付印刷出版。我制造了这本书。

我投身于创新。和所有创新一样，生产只是一场大战中的一个小战斗，销售才是赢得大战役的关键。如果一个产品无法送到人们手中，那它就毫无用处。要使它实现价值，则需要销售。

对于我的书来说，如果想要成功，就得平衡好亚马逊（一个销售系统）、书籍分销商（批发商）和互联网（另一个分销系统）之间的关系。是的，你的产品发明可以在中国制造出来，或者是在周末写出的一本电子书。创新（从书籍到产品）是快车道。你想过为何外面出售的教人快速致富的书的内容只是把以前30本书里的废话再重复一遍吗？这些书的作者明白，写书是一条很好的致富之路。

我写这本书的挑战既不是书本身，也不是其中的辞藻。世界上最棒的著作可能无人问津，而平淡无奇之作却卖出了几百万册。区别点是市场营销，公共关系以及这项古老行业里的诀窍。写书并非一项生意，卖书才是。如果我有意将这本书卖出数百万册，我就得先制造，然后还得将书分销出去。我不得不营销、推广、露面、演讲、访谈和写作，我还得在分销方面投入时间和精力。为了满足快车道财富公式和影响力定律的要求，我不得不做出承诺，并身体力行地让这个产品呈现在数百万读者面前。

## 高速快车道3：创造规模效应

创造规模效应是一条高速快车道，但因为不满足全部5条戒律而极具挑战性，它不满足其中4条戒律，而只满足最后一条戒律——规模。规模可以通过人力资源系统或重复成功获得。

比如说，一位房地产投资者在银行处置不良资产时，购入一栋独立别墅再将其租出去，这个行动不会产生规模效应。这位投资者在快车道财富公式

中的回旋空间很小，因为净收入来自租金，而租金取决于这栋房屋的市场价值。

为了解决这个问题，投资者并非只买了一栋别墅，而是买了50栋。是的，说来容易做来难，整个过程非常漫长。实际上，投资者选择的是用一种“安打”的做法达到全垒打的效果，这就需要创造规模效应。

连锁经营是创造规模效应的另一个例子。如果你设立一家小型商店用来创造规模效应，你的目标不是一家店，而是几百家，也许是几千家，这可以通过连锁经营实现。

规模效应可以积累多个成功。一家小店铺开始时通常不满足4条戒律，但是可以很快通过重复，转变为一家羽翼丰满的快车道型企业。快车道式连锁经营就是通过系统性流程打造一家本地企业，然后在全国甚至全世界开展连锁经营。这样做的目的是复制和推销一个概念、一个品牌和一个系统，并且让创设人可以从中脱身。尽管你的小店可能并非快车道，但是通过创造规模效应，用连锁经营和复制的方法，可以变成那样的企业。

我的论坛里有一个热帖，题目是“一个糖果售卖机可以成为快车道吗”。一位论坛用户想知道在购物中心设一个糖果售卖机是否算一个快速致富计划。如果只有一台的话，答案是否定的。如果采用规模策略？就具备快车道的雏形了！在购物中心拥有一台糖果售卖机，不会给你带来财富，因为这是一个“安打型”生意。然而在50个购物中心拥有200台这样的机器，情况就不一样了。因为这样可以创造净收入，放大资产价值，形成更大影响力量级。

本章小结：助你踏上快车道

※最佳快车道满足所有5条戒律：控制、进入、需求、时间以及规模。

※假定有需求基础，则互联网生意是最强大的快车道，因为它可以满足全部戒律。

※创新可以是任何一种：写书、发明或者提供服务。

※成功的发明需要销售助力。

※“安打型”生意可以通过创造规模效应而成为“全垒打型”生意。

# 第36章 找到你的金光大道

开始时，人们拒绝相信一件新奇的事，之后人们开始希望能做到，然后他们看到那件事确实可以做，最终那件事做成了。所有人开始问，为何这件事几个世纪了都没人去做。

弗朗西斯·霍奇森·伯内特（Frances Hodgson Burnett）

## 需求、想法、机遇和道路

机遇和开放的大路其实无处不在。瞧瞧周边，那个人正在小店柜台抱怨，这是机会；在你致电给银行时，那个愚蠢的语音播报害得你晕头转向，这是机会；那栋卖不出去的房子无人理睬，这是机会；那里有个扔在路边的垃圾桶，这是机会；那盘放在冰箱里两天就腐败了的沙拉，这是机会；那些成天在论坛上吵来吵去的人，这是机会。

如果你看不到每天环绕着你的各种机会，你就还没有转到快车道频段上来。当你稍微调整一下想法，看上去封闭的道路会突然向你打开。许多企业家错解了机会，因为他们将机会看作是突破或新奇的想法。他们寻找新奇而完美的想法，一个让世界大吃一惊的事件，然而这类事情鲜少发生。

极少会有像电灯泡或汽车那样的突破性发明，但机遇会像一个有待满足的需求那么简单，或者就是一个未得到充分满足的需求。机遇就是对一个“不方便”提出解决方案；机遇就是简化；机遇是一种感受，它让人感觉到舒适；机遇是更好的服务；机遇是消除痛苦；机遇是让经营差的公司退出市场。

## 有人在做那件事

你想到一个好主意，但有人已经在做那件事了？无所谓，你可以做得更棒。

“有人正在做那件事”是一个幻觉，让你觉得那是一个难以逾越的障碍。所有事情都有人在做。问题在于，你可以做得更好吗？你可以更好地满足需求，提供更高的价值，或者成为更棒的营销商吗？当我想起要在网上建一个豪华轿车出租目录时，我觉得这个主意棒极了。我上网搜索时，还觉得这个点子不错。然而，我发现早就有很多公司在做这件事了，这是一个朴素的毫不出奇的想法。当时我有点想不通，打算放弃这个想法，重新想一个奇妙的点子，一个地球上60亿人都没想到的点子。但是一位朋友点醒了

我，让我重新认识了这个问题。她说："竞争无处不在。只要去做，做得更好就行。"她是对的。竞争是一个古老的主题。这个机会是一条开放的道路，不是死胡同。网上已有的豪华轿车出租目录不容易查找，大多数都不好用。我意识到这是一个未被很好满足的需求，并决定抓住这个机会，不去理会那些标明"此路不通"的路障。10年之后，我担心的那些公司都消失了或变得无足轻重。事实上，那些公司无法跟我竞争，只好转去干别的生意了。

## 新奇点子不如比别人干得更好

成功的生意极少来自新奇的想法。相反，成功的创业者采用现有的概念，但会做得更好。他们选择未被很好满足的需求，并更好地解决问题。放弃新奇的点子，专注于很好地执行。你无须去做从未有人尝试过的生意。旧的点子没什么不好的，关键是比别人做得更好！

几年前，如果谢尔盖·布林（Sergey Brin）和拉里·佩奇（Larry Page）研究网络时得出结论："瞧瞧，已经有很多搜索引擎了——雅虎、Snap、Alta Vista，为什么还要做谷歌？早已经有人做过了！"那么情况会是怎样？谢天谢地，他们没那么想，而现在谷歌是使用率最高的搜索引擎，布林和佩奇也因此成为亿万富翁。一定要有一个全新的想法吗？不，你只要有一个需要更好解决的需求和完美的执行即可。

百货商场已经存在了几十年了，但是这没有挡住山姆·沃尔顿（Sam Walton）创立沃尔玛。看上去似乎没有出路的领域，其实广阔得很。

汉堡包已经出世几十年了，也没能阻止雷·克洛克（Ray Kroc）创立麦当劳。这也是看上去没前途但实际却广阔无边的领域。

在霍华德·舒尔茨（Howard Schultz）开设星巴克之前，咖啡已经有千年历史了。这是一个新点子吗？当然不是。星巴克把咖啡做得很时髦，而且用咖啡创立了一个品牌、一种氛围和一种情致。

数字多功能光盘（DVD）出租店也存在很久了，但是没能阻止NetFlix或RedBox的创立，它们将"便利"加入需求公式中。这是一条看似不通但却畅通的路。

人们酿造啤酒已有几千年历史了，但也没能阻止吉姆·科赫（Jim Koch）在美国创立山姆·亚当斯（Sam Adams）啤酒或山姆·卡拉乔尼（Sam Calagione）创立角鲨头酿酒厂。创立于1995年的角鲨头酿酒厂在当时只是一家资金很少、产量只有40升的家庭酿酒作坊。这是一条看上去走不通的路。

自从人类降生在这个星球，就带来了垃圾。这没能阻止布莱恩·斯库达莫尔（Brian Scudamore）创立连锁经营的1-800-GOT-JUNK，也未能阻止韦恩·赫伊津哈（Wayne Huizinga）仅靠一辆卡车和几个客户就开办了垃圾管理公司。他后来将这家公司打造成世界财富500强企业。垃圾是新需求吗？或者是一个有待更好被满足的需求？这是一条看似不通的死路。

带袖子的毯子？这玩意儿几年前就有了，但是斯纳基还是通过电视购物节目卖出了4000万条。一个旧的点子，通过更好的营销和执行，就是一条不错的致富之路。

MySpace在脸书面世前已经风靡，但这没能让马克·扎克伯格停步。他看到了需求并且解决了，这是一条看似不通的大道。

未能得到很好满足的需求就是一条大道，尽管它们看上去似乎走不通。成功的生意可以采用已有的点子、服务和产品，只需要做得更好，或者采用新的做法。

## 如何找到大道

找到未被满足的需求并将其作为走上快车道的机会并非一日之功。我之所以有创新性想法是因为通过习惯性感觉，我发现了机会的边界。我看到和听到了大多数人看不到的。怎样才能发现机会呢？通过一些练习，很容易做到。

开放大道、需求和机会到来时都有一些“代码词汇”，表明“这是一个机会”。当你（或者别人）听到这些词汇时，你大概正好发现了一个好机会。下面是最常用的词汇：

“我憎恨……”

你恨什么呢？化解这种憎恨就是你的路。

“我不喜欢……”

你不喜欢什么呢？去除这种厌恶就是你的路。

“这让我很烦恼……”

你的烦恼是什么？去除烦恼就是你的路。

“为什么是这种情况？”

我不知道其中的原因，找到“为什么”就是你的路。

“我不得不做吗？”

你要做吗？去掉“不得不”就是你的路。

“我希望有……”

你希望什么？如果你希望，其他人也会有希望，让这个希望变成现实就是你的路。

“我试过要……”

你试过什么？解决别人的厌倦就是你的路。

“那个糟透了……”

什么糟透了？解决那个问题就是你的路。

机会用可以预见的词句表明自己的存在。比如，我是一个邋遢的人，除了邋遢，我还有个讨厌的习惯就是咬嘴唇。每次咬嘴唇都会得口腔溃疡。我从上小学就得这种病。这个问题不大，只要我不咬自己的嘴唇。我最后一次得口腔溃疡持续了一周时间，让我感觉非常痛苦。

“我讨厌口腔溃疡！”注意这句话“我讨厌……”

铃铃铃，机会来了！

这促使我上网查找口腔溃疡的研究成果。我发现在预防这种病方面有一些相互矛盾的信息。一些人建议服用维生素X，而另外的人则建议服用草药Y（维生素X和草药Y不是真实说法，因为我要保护我的药方）。于是我买了维生素X和草药Y来验证。

一次吃燕麦粥时，我又咬到了嘴唇。几天后我发现咬过的地方出现了溃疡。我服用了维生素X和草药Y。效果非常明显，溃疡没有再犯，证明维生素X和草药Y 可以起到预防溃疡的作用。现在只要有溃疡征兆，我就会做同样处理，而且每次都是有效的。我差不多两年没有再生口腔溃疡了！从每隔一个月犯一次到从不再犯。

我明显得到了一个机会，可以向大众出售我特殊的“口腔溃疡处方”。我拥有控制权、进入壁垒、规模和时间。有多少人受到口腔溃疡折磨？有多少预防口腔溃疡的处方？有一些，但是市场情况如何呢？我可以比别人做得

更好吗？

公开大道的机会很容易用平白语言说出来：不适、不良、不便、抱怨、问题以及表现不佳。你必须面对这些挑战，向大众提供解决方案并确保赚钱！也就是说，解决了别人的问题，就能解决自己赚钱的问题！

## 失败开辟一条新路

不幸的是，快车道并非铺满沥青的坦途，而是充满磨难。这意味着会有人离开这条路。在这条路上，每个人都尝过挫败滋味。面对失败时的反应才能区分谁是胜者谁是败者。你会做出什么样的反应？你的旅途会以这种方式结束——“这条快车道根本不管用”，还是你会转移到其他路上去？抑或继续前进？

驱使你选择新方向的失败通常会成为创新的最有效力量。心脏起搏器、微波炉、青霉素和硫化橡胶都是在失败和偶然中被发明出来的。挫败开辟了新路，发明人在失败中发现了它。

是的，放弃现有道路，改变方向，有时就是最佳选择。但是要注意“放弃”和“放弃你现在的路”之间的区别。放弃是永远丢掉你的梦想，将它们扔进“不可能”的垃圾箱。而“放弃现在的路”则是改弦更张，转上一条新路。

如果你辞去教师工作，开办一家私营培训公司，你就改换了道路；如果你把日光浴沙龙卖掉，去开办互联网公司，你就改换了道路；如果你离开网络营销公司，决定开办自己的公司，你就改换了道路。

我多次改换过道路，但从未丢掉过梦想。如果你的路不能实现你的梦想，现在就是放弃它的时候了。

本章小结：助你踏上快车道

※机会极少是突破性的，而是有关表现不佳、不便和痛点。

※竞争不应挡住你的路。竞争无处不在，而你的目标应该是“做得更好”。

※快车道成功有赖于执行，而不只是一个想法。

※世界上最成功的创业者不是具有不得了的点子他们只是将现有的点子做得更好，或者将这个点子展示给更多的人。

※机会暴露在你或者别人的说话和思考过程中。

※失败开辟一条新路。

※放弃是永远丢弃自己的梦想。

# 第37章 为你的路设定终点

悲剧不是你未能达到目标，而是你根本没有设定目标。

本杰明·梅斯（Benjamin Mays）

## 你的终点是什么

快车道不关心你的终点，它只是手段。昂贵的轿车和奢华的房产可能对你来说并不重要。也许你是无私的，想要过节俭生活，传播福音，从事福利和慈善事业。你要的快车道的终点是自由至上的快乐，包括财务的自由，自由地旅行，没有老板、闹钟、2小时通勤的自由，不受工作束缚的自由（朝九晚五，一周5天工作，2天休息，每年只休假2周等），以及将整个世界当作游乐场的自由。

## 自由的代价：金钱

自由是有代价的，代价就是金钱。伟大的梦想，无论是奢华的法拉利，还是无私的非营利性基金会，都需要花钱。你无法靠游泳走遍世界，你得有路费。如果你认为金钱是邪恶的，你就错了。

在快车道论坛上，一位用户贴了下面这个帖子，人们想得到自由的果实，却缺乏种植自由之树的方法。

我坐在一堆篝火旁和别人说话，聊到了金钱的话题。一个家伙对我说，金钱并非是生活的全部，金钱甚至不是真实的，它只是社会接受的一种幻象。而他愿意这样穷下去，也不愿意为企业打工。这个家伙告诉我，为了找到自我，他已经将生活甩在身后了，所以他现在在这里实习（免费）以交换食宿。

对于放弃他4岁大的儿子去寻找自我来说，事情并不那么容易。生活虽然并非全部和金钱有关，但他和住在山下的邻居们一样，需要一处小屋和一匹马。篝火边的每个人都点头称是，赞扬这个家伙的想法如此开明。第一，我也同意，生活并非只是金钱，而是与时间有关。那么为何你要一周花费40小时，只是为了得到一个栖身之地呢（这还不包括钱）？第二，金钱不会改变人，只是让他们更像自己。第三，一处小屋和一匹马大概需要150万美元，而最重要的是，你会为了寻找自我就抛弃自己的儿子吗？你在这个过程中就赚不到一分钱吗？谁来资助你这样做，并承担养育你儿子的责任？我见过不少憎恨金钱但又需要钱去处理每件事情的人，但是他们

仍想要最终结果：可自由支配的时间和实现梦想的能力。当这种人在夸夸其谈的时候，我都不知道如何聊下去。坦率地说，是我们（而不是他自己）将为这个家伙付钱买下一处小屋和一匹马，还得找人为他抚养他的儿子。

不管梦想是大还是小，都有代价，都需要金钱、责任、信任和承诺。是的，你需要花钱，那么要花多少钱呢？

## 设定终点：4个步骤

你的终点就是你可以自由享受符合你的期望的生活方式。

有两个策略可以达成你的目标：一是你有一大笔足够多的钱，每月利息就能够支撑你的生活方式所需的费用；二是你有一个商业系统，可以产生被动现金流，在支持你的生活方式的同时，也可以为你的系统提供资金。

为了做到这一点，你需要设定目标。具体说，你和你的家庭需要多少钱？自由的代价和你的生活方式需要多少钱？下面是4个步骤：

·定义生活方式：你想要什么？

·评估成本：你的梦想需要多大代价？

·设定目标：建立金钱系统和生意收入目标。

·实现：找到方法并去做！

第一步：定义生活方式

定义你想要的生活方式。你想要大房子还是非营利性基金会？你具体想要的是什么？把你的想法写下来。作为练习，下面是我想要的东西。

·3辆汽车：一辆梅赛德斯，一辆油电混合型轿车，一辆小货车。

·一栋500多平方米的大房子，带喷泉、泳池和瀑布。

·在山上有一间小木屋。

·一年可以外出旅游3个月。

·孩子上得起私立学校。

第二步：评估成本

确定每个月要支出多少钱，包括全部税费和保险费。

·3辆车：2000美元。

·住宅：5000美元。

·小木屋：1000美元。

·旅游：1000美元。

·私立学校：1000美元。

·生活方式成本＝10000美元/月。

下面确定每月生活花销和其他支出。其中包括衣物、小玩意、孩子的玩具，健康保险等。把这笔钱加上生活方式成本就得出你的生活总成本。

生活总成本＝**10000**美元/月（生活方式成本）＋**4000**美元/月（花销）＝**14000**美元/月

然后确定你的净生活成本，用生活总成本除以0.6或60%，这将包括可能要交的税。

净生活成本＝**14000**美元/**0.6**＝**23333**美元/月

第三步：设定目标

这一步要设定两个目标：商业系统的收入目标和金钱系统的目标。对于商业系统目标，用生活总成本乘以5。

商业系统目标＝**14000**×**5**＝**70000**美元/月

对于金钱系统目标，用净生活成本乘以12，再除以0.05或5%。5%是一个金钱系统的最小预期收益率。

金钱系统目标＝（**23333**×**12**）/**0.05**＝**5599920**美元

这就是你的两个目标。第一个是创立一个商业系统，每月产生被动收入7万美元，其中40%交税，40%给你的金钱系统，20%用于维持生活方式。这样可以实现你的生活方式，同时为你的金钱系统提供资金。另一个目标

是你从一个大额金钱系统获得被动收入。为了让你的金钱系统支持你享受特定的生活方式，你的目标值是5599920美元。5%的利息大约是每月23000美元，用于生活和交税。

通过这两个途径形成被动现金流，用从商业系统得到钱投入金钱系统。你不用退休就可以体验退休生活。例如，我的网站生意通常可以让我每个月赚10万美元，但是我没有2000万美元的现金。这种生活方式只是一种选项，因为我将很多钱投入到了商业系统中，充裕的收入为我的金钱系统提供了资金。后来我清算了资产，达到了“金钱系统”的目标。如果你的商业系统能产生被动收入，你可以用这些钱同时享受生活方式和资助你的金钱系统。

第四步：实现

从今天开始，把眼睛盯在你前方1米处，而不是前面5千米。长期注视山峰会让你感到晕眩，所以不要再那样做。完成总目标的关键是将其分解为最小部分。把关注点放在第42千米处，无法让你坚持跑完一场42千米的马拉松。你应该先完成第一个目标，然后是第二个、第三个和第四个。

我在快车道论坛上常见到过这类问题：“我想每月赚5000美元，该怎么做？”撇开有缺陷的“追逐金钱”逻辑，第一步是每个月赚50美元。如果你不知道如何每个月赚50美元，就无法每月赚到5000美元！奇怪的是人们总是喜欢跳过过程去追求结果。

开始创建你的金钱系统，将1美分投入一个罐子。恭喜！你离自己的目标还有25步远。我不是开玩笑。你的目标不是560万美元，而是560000000美分。每天晚上把零钱投进那只罐子，这里60美分，那里25美分，尽管不多，但你每天都会一点一点地接近目标。这并不荒谬，我就是这样起步的。直到今天我都在这样做，因为这个练习有3个特殊目的。

第一，当你每天都往罐子里存钱时，你在训练自己看到向目标靠近的过程，提醒你向目标前进。当然你不会用这种方式存够560万美元，但是这是个逐步接近遥远目标的过程。第二，这个练习会迫使你自省。你是否为达到目标给自己加了压力，或者你的存钱罐是你唯一的武器吗？你在寻求一个快车道生意还是一直将自己约束在一个工作上？第三，改变你和金钱之间的关系。如果你严肃对待金钱系统，你需要从根本上改变对钱的看法。钱对于你而言是什么？购买最新版魔兽世界？还是成为你自由军团中的一名战士？

最后，在一家经纪商那里为你的金钱系统寻找资金。为你的金钱系统开立一个账户，通常大多数经纪账户需要存入最少1000美元。如果你已经有一

个账户，选择一个至少每年有5%收益的基金，并买入这只基金。或者可以开一个交易账户，用较便宜的钱做杠杆，定期交易型开放式指数基金（ETF）而不是传统的共同基金。下面为你推荐几个开立账户的经纪商。

·富达（Fidelity.com/1-800-FIDELITY）。

·先锋（Vanguard.com/1-877-662-7447）。

·普信（TRowePrice.com/1-800-638-5660）。

·TDAmeritrade（TDAmeritrade.com/1-800-454-9272）。

如果你没有1000美元开立账户，可以等到存够1000美元再开。你的零钱罐大概每年可以存500美元。通过经纪账户，你可以看到金钱系统的实时被动累积过程。如果你的被动金钱系统里有了5万美元（不足以走上快车道），可以每月看到利息或分红成为被动收入。例如，你将5万美元投资到一个收益率为6.5%的全球债券基金，每月就可以产生270美元的被动收入。

我重申一下，快车道财富是由净收入和资产价值创造的，不是由股市或复利创造的。你的快车道生意应该为这个账户提供资金，而不是从你的工资中省钱投入这个账户。

## 快车道规则：财务知识

我妹妹21岁时买了她的第一辆车——尼桑Pulsar。这是她在财务上犯下的第一个错误，也是我第一次表现出对财务知识的欠缺。我妹妹在分期付款上碰到了问题。当她拿来贷款文件让我看时，我被难倒了。我仔细研究完，问她："你怎么买的这辆车？是怎样和人家协商的？"她回答："我告诉车商想每月支付399美元。"她的悲剧不是谈判上的弱势，而是不懂财务知识。车商答应了她的要求，但这样做对她很不利。她买这辆车多付了几千美元，并以奇高的利息贷了款。

车商给了我妹妹想要的结果：每月支付车款399美元。他们只需填个表就行了，而我妹妹的贷款期是60个月（本应该是48个月），而且利息为18.8%（应该是9%）。最终，她为这个错误多付了一倍的价格，她的错误就是不懂财务。

## 管理金钱系统需要懂财务

如果你不懂基本的财务和经济学，就不可能建立起一个财务王国。

这些知识是打造财务王国的基石。没有它们，连走人行道都会变得很危险。记住，更多的钱并不能解决钱的问题。如果说毕业后不继续接受教育是走上人行道的第一步的话，另一步就是不学习基本的财务和经济学知识。

欠缺财务知识的人比比皆是，他们没学过驾驶，也不懂道路规则。如果我们没有学过资金管理和基本财务知识，我们就如同被扔在一个野兽到处出没的财务原始丛林中。许多聪明人都缺乏基本的财务常识和概念，比如：

·利率。

·应税和非税收益。

·抵押贷款分期偿还。

·支票余额。

·基本比率计算。

·计算投资回报率。

·为何股票上涨和下跌。

·为何一个银行存单给出15%回报是骗局。

·股票期权是怎么回事，比如看涨和看跌期权。

·为什么保险能够存在。

·共同基金是怎样运作的。

·债券是什么，为何会有升跌。

·全球通货。

为了成功发挥金钱系统的被动性，你得了解金钱系统使用到的金融工具。你知道如何计算利息吗？你知道怎么计算投资回报率吗？你知道利率提高时债券的价格会发生什么变化吗？你能区分应税收益和免税收益吗？这些概念可以让你的财富之路变得更坚实。不懂财务就不能管理金钱系统。为了踏上成功之路，你得懂得道路规则，并接受“驾驭财富的教育”——基本的财务和经济学知识。

## 量入为出——慢车道

财务的第一条规矩“量入为出”。在慢车道信徒看来，这就意味着“将费用控制在收入之内。”赚10美元就别花20美元。但这和快车道有关联吗？当然有，但有一个区别：量入为出，扩大收入。

“量入为出”适用于任何收入水平。关键变量是“入”字。如果比尔赚了5万美元，杰克赚了100万美元，谁可以花更多钱？谁可以过上奢华生活？两人都应该“量入为出”，但是杰克的生活方式有更多选择。记住，慢车道上的人寻求花最少的钱，而快车道上的人寻求最大化收入和资产价值。

你可以生活得很充裕，但支出不能超过收入，对于快车道上的人，这不是一个很大的挑战，因为我们先挣到钱再消费，而不是相反。而且税单要在获得收入很久之后才寄到，“量入为出”的生活仍然超过了平均水平。

## 财务顾问解决不了知识问题

我是自己的财务顾问，因为我不愿意失去控制权。聘用一名财务顾问可能对你是有意义的，但要注意财务顾问不能解决你欠缺财务知识的问题。是的，这只能让你在午餐时吃上沙拉，不意味着你晚餐能吃到甜甜圈。如果你聘用财务顾问，那么你需要有能力评估他提出的建议。你的顾问会不会在提高利率时向你推荐一只债券？国库券供不应求时会建议你购买吗？你的顾问会向你推荐一个看上去“好得不是真的”的投资项目吗？财务知识可以让你有能力评估他的建议。

2009年10月，声称2008年赚了超过4000万美元的演员尼古拉斯·凯奇（Nicolas Cage），向其前财务经纪人索赔2000万美元，指责其引导他做了糟糕的投资，造成了重大损失。凯奇声称他的经纪人向他推荐了一揽子高风险投资，导致了灾难性损失。在后续的反诉中，凯奇的前经纪人指责凯奇“乱花钱”造成了财务困境，而并不是因为他的建议。不管真相如何，如果你无法监督你的顾问，你就失去了控制权；如果你不能区别好坏建议，你就没有控制权。对于那些雇佣财务规划师的人来说，财务知识是一个保障。财务顾问不能解决你缺乏财务知识问题，正如再多的钱也解决不了糟糕的资金管理问题。

缺乏财务知识会让你暴露在风险中，最糟糕的情况是造假。伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）的投资基金骗了几千人，导致了几十亿美元的损失，但是让人吃惊的是，它的投资基金几年前就已经显露了造假的征兆。因此，如果你不懂财务知识，你就是个聋子，听不到警告。

本章小结：助你踏上快车道

※快车道是达到终点的手段，因为梦想是有代价的。

※通过将大目标分解成小目标而达成目标。

※每天存钱强化了你与金钱的关系，这是你用来得到自由的被动系统，存下的钱就是加入你财务自由大军的战士。

※金钱系统不是用来创造财富的，而是用于带来被动收入的。创造财富是快车道的任务。

※如果缺乏财务知识，你很难打造一个财务王国。

※“量入为出”适用于任何收入水平。

※对于快车道上的人，“量入为出”意味着扩大你的收入。

※财务顾问无法解决你财务知识欠缺的问题，财务知识是保障。

※缺乏财务知识会削弱你的控制权，你无法评估一个财务顾问的建议。

# 第8篇 加速累积财富

## 第38章 成功的速度

点子只是神经冲动，此外无他。

MJ·德马科

### “喔，350公里/时”

我把那辆兰博基尼开到停车场时，听到那帮小年轻对着我的车说“350”之类的话，因为车速仪表盘上的最高速度就是350公里/时。尽管有这么大的马力，这辆车很少开到350公里/时，甚至都很少开到240公里/时以上。“350公里/时”只是“最高速度”、是闲置的，未充分利用的潜能。

快车道是信息的集聚，可以创造潜在速度。

你已经了解快车道路线图和财富公式，你已经抛弃了人行道和慢车道。你的车加满了油。你不只是有兴趣，而且做出了承诺。你准备投入这个过程，知道自己想要什么和想去哪里。你选好了路线，现在是时候加速了。

### 他们知道你什么也不会去做

你想过那些电视购物广告的产品是怎么回事吗？你可以空手套白狼，通过交易外汇或买卖房产赚几百万美元吗？事实上你可以。那些电视购物商家不会告诉你他们真正的赚钱模式。他们是靠着“计划性报废”来赚钱的。“计划性报废”是指营销商期望，不管他们卖什么东西给你，你都不会用它。因为如果一直把它搁置一边，也就不大可能要回你的钱了。

他们想到了你不会用到它。人类天性在这类生产商的商业模式中起到了重要作用。电视购物的致富系统利用了人类天性，因为人们追求的是结果，而过程则被回避了。最容易的做法是什么也不做，或者浅尝辄止。事实是，大部分人（不管他们是否认同快车道策略）都不会根据信息采取行动。他们会盯着路线图，却不踩油门，不把车开上路。拥有财富路线图是一回事，上不上路是另一回事。如果你回避做事，那么什么也不做就再正常不过了！

## 速度的策略：是象棋，不是跳棋

速度不是想象快车道业务，而是创造它。速度是发现需求，并为此给出解决方案和原型产品。速度是为你的商业组织提交注册文件，是打造和发展一项业务。速度是签订合同和推进你的流程。速度是在对手玩跳棋时，用下象棋的策略推进你的业务。速度是关掉你的游戏机。

象棋是走法复杂的游戏，而你的业务也应该如此。不幸的是，大多数企业家只从一个维度处理业务，即采用跳棋的玩法，这样做是绝无取胜可能的。跳棋是单维度的，因为所有走法都只有一种。而象棋是多维度的，每一步都因为棋子不同而走法不同。

像下跳棋那样经营企业的人，对于价格既无法防守，也无力进攻。无法提价、降价和降低成本，价格较便宜的供应商会说："天啊，怎样才能做到最便宜，让所有人都从我这里买呢？"这种单维度走法将企业家限制在无穷无尽的价格战中，为了得到业务，心中只有一个念头：价格最便宜。

在豪华轿车出租行业，价格战非常盛行，因为业主对于品牌经营的理解是单维度的："如果我的报价是最便宜的，就可以得到最多的业务。"

你想成功，就要从单维度转到多维度。把跳棋放一边，玩象棋吧，每个棋子代表你的业务中的某个特定功能。你如何摆布每一功能将决定你是在快车道上高速行驶，还是漫无目的地随波逐流。这些棋子代表：

·王：执行部门。

·后：营销部门。

·象：客户服务。

·马：产品/服务。

·车：业务人员。

·兵：你的点子。

然而，这里无法详尽解释每个棋子的角色，我将重点阐述影响速度的重要因素。你自己要把这个系统建起来！

## 执行为王，点子是兵

潜在速度只是提出一个想法，你需要去执行。一个新手看到仪表盘上的

220公里/时，他们只是看到了一种可能性。在商业中，想法是卒子，只是一辆停在那里的最高时速达350公里/时的兰博基尼。实际速度要看执行，即踩在油门上的压力，执行是整个游戏的王者。

·潜在速度——一个想法。

·实际速度——被加速和执行的想法。

你脑中的一个点子就像一辆耗光了油停在车库里的好车，其用处没有发挥出来，也没做成任何事。执行就是让一个想法变成现实，给油箱加满油。执行就是将兰博基尼开出车库，踩紧油门向前冲。执行就是落实你的想法，尝试各种可能的方法。

创业者努力区分想法和执行。他们认为想法价值百万，而成功却与想法无关，而是在于执行。“是我想出了那个点子！”哦，是吗？可是谁在乎呢，很多人想到过啊。你和他们有何区别？他们去做了，而你什么也没做。相反，你把时间都花在了踢足球上了。你睡懒觉，在一件事上花了5天时间，除了那个伟大的点子，你什么正经事都没干。点子只是你脑中的灵光一闪，需要你为此付出努力。点子是结果，而执行是过程。皮埃尔·奥米迪亚（Pierre Omidyar）的eBay不是只停留在好点子上，他采纳了那个点子（结果），并进行了大量的落实工作（过程）。执行把成功者和失败者从点子中区别开来。

如果你想提前30年退休，你需要有控制权，坚持不懈；而不应消极冷漠。

## 点子无用，执行无价

在我的论坛上花10分钟就会发现，大多数创业者喜欢点子，而很少谈到执行。他们只是在琢磨那些卒子。

·这是一个好点子！

·有人在做吗？

·我不能泄露这个点子，因为有人会偷走它！

·你愿意在我告诉你那个点子之前先签一份保密协议吗？

不，我不想签保密协议，也不关心你的点子。在财富世界里，点子不值钱，却被当作黄金。那些点子大师很小心地保管着自己的点子，努力不让别人偷走它，却不知道有好几百人都想到过那些点子。点子的所有者不是那些想到它的人，而是那些实施它的人。

创业家德雷克·西弗斯（Derek Sivers）认为，点子只是乘数，执行才会带来真正的财富。在我们的快车道棋局里，点子（兵棋）是潜在速度，而执行（王棋）是加在油门上的压力。下面展示了为什么一个很棒的点子（潜在速度/强壮的士兵）在和薄弱的执行（没踩油门/懦弱的国王）结合时是无用的。

兵棋：点子（潜在极速）

烂点子＝1.6公里/小时

差点子＝8公里/小时

普通点子＝56公里/小时

好点子＝104公里/小时

棒点子＝160公里/小时

绝妙点子＝320公里/小时

王棋：执行（油门压力）

不执行＝1美元

不得力的执行＝1000美元

一般的执行＝10000美元

好的执行＝100000美元

出色的执行＝1000000美元

最佳的执行＝10000000美元

你看到了吧，一个绝妙的点子，如果不执行，就只值320；而一个普通的点子经过最佳的执行，可以值5.6亿。你瞧，这和你的点子及其潜在速度无关，重要的是看你执行得如何！

当我开始做网站业务时，其他公司早已建立了类似的网站。尽管“有人已经在做了”，但我执行得更好，成为业界的领先者。是我的点子更特别吗？不是。同样的点子，但是我执行得要比竞争对手好。在我的收益模型成功之后，被很多人复制了，我的业务减少或失败了吗？没有，因为这个点子不是成功的关键。复制了这个点子的竞争对手们在这个财富棋局里没

有一个强大的王棋，那就是执行。靠偷走兵棋是赢不了一盘象棋的。

MySpace和脸书的所有者并不是最初想到这个点子的人，但他们却将自己的产品变成了最受欢迎的，为什么？执行。执行将冲动的点子变成了一朵花香四溢的玫瑰。

认真想想我在这本书中说过的话吧：为何执行是如此困难，而点子并不出奇？我们要再一次回到财富的二分法：结果和过程。执行是过程，是努力、牺牲、纪律和坚持。点子只是结果。

如果你想要到6000千米远的地方去，而你的速度是每小时15米的话，需要45年才能到那里，这是一条慢车道。如果你的速度是每小时95米的话，需要用7年时间，这是一条快车道。生意的速度靠的是执行。快车道的速度可以让生意按照指数倍增，使净收入和资产价值实现爆发式增长。

本章小结：助你踏上快车道

※速度就是将思想转化为执行。

※大多数人浪费了有用信息，让信息失去时效，变成废物。

※成功的快车道业务是多维度的，就像一局象棋。单维度的业务只关注价格。

※执行把成功者和失败者从点子中区别开来。

※从商业上看，点子是结果，执行是过程。

※点子是潜在的速度，执行是实际的速度。

※如果别人分享了你了不起的想法，但只是想想，则不会有任何成果。只有那些动手执行想法的人，才能从中获益。

※当一个项目（潜在速度）与执行（油门的压力）相匹配时，才能得到财富和冲力。

※点子只是灵光一闪，而执行会将其变成一朵花香四溢的玫瑰。

# 第39章 烧掉商业计划，立即开始行动

除非你采取行动，否则即便有全世界最棒的点子也没用。想喝牛奶的人不能只是坐在养牛场的一把椅子上，等着奶牛过来喂奶。

柯蒂斯·格兰特（Curtis Grant）

## 世界按照自己的逻辑行事

世界按照自己的逻辑行事。如果你认为1＋1＝2，而世界告诉你1＋1＝3，你应该接受，而不管你以前是怎么想的。当一个点子出现在你脑海、你的计划和生意中时，如果不去实行，你永远不知道会出现什么情况。在商业上，我将此称为“把它放进盒子里”。

每当我在网站上提供一项新服务或功能的时候，我都会观察世界如何反应。这样的实验让我感到惊讶。我想：“这个新网站设计将是一个绝妙主意！”而现实是，几百封邮件汹涌而来，陌生的来访者恨不得把你绑在树干上鞭打。

对你的点子进行最终裁判的是这个世界和你服务的市场。如果这个世界喜欢你的东西，他们通过长时间关注你、提供想法或花钱来支持你。如果他们不喜欢你的东西，他们就不会花钱，不会搭理你。那些被你惹恼了的人会怎样呢？他们写电邮诅咒你，在博客里批评你。

## 留待别人去评价

我的网站需要重新设计，我花了6周时间让它改头换面。我很兴奋，人们将会喜欢这个设计，它清爽、易用，展现了我的设计能力。然后我将新的网站设计换上去了。可是大家并不买账，各种抱怨蜂拥而至。网站的跳出率（人们看到一页就退出的比率）直线上升，转换率陡直下跌。每天的业务量从1200掉到了只有500个。

别人给出了评价。我马上抛弃那个新设计，重新用回原来的版本，把花6周时间做的设计扔进垃圾堆。我的精心设计惨败。这个世界给了我一个信号，我读懂了，然后做出反馈。

世界会随时告诉你该向哪个方向前进，而你需要留意信号。你怎样让世界告诉你？把你的点子和概念展示出来，按照你的想法做出来，让它告诉你。用你的天才之笔涂抹这个世界，然后它会告诉你是对还是错。

## 书呆子教授靠边站

世界不看重想法，它只会对这些想法做出反馈。这个简单的事实给商业计划当头一棒。学术界将对此恼怒万分。做好准备面对这个对商业的最大亵渎吧：商业计划完全没用！它们只是一些突发奇想。

除非你认为这些脏兮兮的纸有价值，而我从来没有什么商业计划。事实上，最好的商业计划是在餐巾纸、用过的Arby（快餐连锁店）纸袋和Baby Ruth（巧克力糖）包装纸上的涂鸦，以及你的苹果手机语音备忘录。商业计划是另一种形式的潜在速度，就像一台昂贵但很少使用的豪华轿车，它们并不比旁边一台割草机的用处更大。商业计划如果没有被执行，是全然无用的。

猜猜执行商业计划会发生什么后果？一旦执行，便会验证我讲过的那些话：你的商业计划是无用的。市场（世界）会引领你的业务走向一个完全无法想象的地方，和你的商业计划上的东西完全不一样。如果你与创业时间超过5年的企业家谈过话，他们就会告诉你，变化总比计划快，他们开始时卖的是X产品，最后却以卖Y产品收尾。世界会告诉你应该去哪里，却不会为你150页的商业计划付一分钱。

脸书起步于一个大学生社交网站。从一个对象很窄的网站变成了面向各年龄段人的大众社交网络。我的网站开始时只是一个目录，后来变成了一个领先的门户网站。在把想法转变成现实时，这个世界会摧毁任何商业计划。

当然，财务分析除外。在不了解生意所受的财务限制时，盲目跳进去是鲁莽的。当我决定开办一个服务豪华轿车出租公司的网站时，我确实做了财务分析。我没有纠缠于复杂烦琐的商业计划，那些事情替代不了执行。你只需找出该解决的事情并着手落实，这个世界有自己的运行轨迹，会告诉你前进的方向。

## 我需要风险投资

或许有人会提出反对意见：“不准备一份商业计划书，你怎么能拿到风险投资呢？”他们认为没有商业计划书，你就别想拿到资金。拜托！用用心，问题不在于商业计划书，永远都和商业计划书无关。世界上最好的商业计划书就是执行的记录。

如果你是一个有经验的执行人，马上就会有人要看你的商业计划，因为他们知道你有执行的毅力。如果我从一个两年前以2000万美元卖掉自己公司的人手里接过一份商业计划书，我一定会读那份计划书。而价值不是那份

计划，而是这个人和他以往的执行记录。

如今，我认识一些人，只要我把商业计划书交给他们，他们就会看那份计划。他们了解我的执行记录，这为我的商业计划做了背书。如果你没有良好的执行记录，商业计划书就是一堆废纸。

## 依靠执行获得资金，不要靠商业计划书

我在开办公司时，手里只有900美元。没有投资人，没有资金，没人帮忙。事实就是我浪费了150小时去写一份95页的商业计划书，没人读那份计划书，因为我完全没有经验，没钱，没有业绩记录，没参加过竞赛，没成就，没赢过比赛。但是，我创立公司并做大时，奇妙的事情发生了。我的点子变成了可以被这个世界消费的资产，我也变成了香饽饽。风险投资人和天使投资者给我打电话（我没主动打给他们），人们突然想要看我的商业计划书。为什么会有这种突然变化？我和几年前有什么不同吗？当然有，我的想法不再是纸面上的，我已经把它反映在执行中了。

快车道论坛上的一个常见问题是“如何为自己的点子找到投资人”。不管这个点子是一项发明，还是一个全新的网站，我的回答都不会是大家想听的。如果你想要找到投资人，那就行动吧。做一个原型，创立一个品牌，建立让别人看得到的执行记录，深入到过程中去。当你把一个想法变成现实时，投资人就会打开钱包。你只要做得足够好，他们就会抢着给你钱。

如果你只有120页的文字和图表，那只能展示你的组织技能，而并不是执行能力。天使投资人从不因为商业计划书而投资，他们只投资那些有良好执行记录的人。这才是你最好的商业计划书！如果你真的想要为你的业务争取资金支持，就动手把你的想法变成现实。给投资人一些他们看得到、摸得着和感受得到的东西，让投资者看看你的执行能力，因为那些才能实现快车道目标。

本章小结：助你踏上快车道

※世界会给你指出前进的方向。

※商业计划书是无用的，因为它们只是突发奇想。

※一旦世界与你的想法产生互动，你的商业计划书就失效了。

※市场将会把你引到之前未曾规划过的方向上去。

※最佳商业计划书是良好的执行记录，它为商业计划做背书。

※如果你有良好的执行计划，马上就会有人想要看你的商业计划书。

※如果你想让自己的商业计划书获得资金支持，就采取行动，通过可以看见的执行效果获取资金。

※投资者较有可能投资可见和现实的项目，而不是写在纸上的一些想法。

# 第40章 步行者会让你发财

如果你做得不错，客户会口口相传。口碑很重要。

杰夫·贝佐斯（Jeff Bezos）

## 你棋盘上的象

在生活艰难时，我们寻求神父、拉比和牧师的指引，他们是你在生活中遇到困难时的求助对象。而对于你的生意，该向谁求助呢？谁最接近你的客户？在生意中，与国际象棋里的“象”对应的是客户服务，它指的是你如何对待买你产品或服务的人。所有生意的客户服务目标都应该围绕着一个职能，即提供帮助、支持和解决方案。

## 内部路线图：我的黑皮书

快车道路线图是我的财富指南针，但是我还有一个内部路线图，它是我的小黑皮书。它记录了我生意中每天遇到的抱怨、牢骚和问题。这本书作为我的指南已经有10年以上的时间了。

绝大多数企业家听到客户抱怨时，会不理不睬，或者把问题转给某个职员，然后祈祷事情会被解决。然而，这不是快车道方法。抱怨是很好的事情，它们代表的是自由反馈，暴露了你的生意中未被满足的需求。

我之所以记录客户的投诉是因为这是一个观察客户内心的万花筒。1个投诉意味着还有10个人也有同样的意见。我每周会把类似的投诉集中处理，评估和采取纠正措施。投诉是这个世界给你的提示，告诉你应该前进的方向。

## 4类抱怨

当这个世界对你的新网站、产品或概念提出意见时，你应抱有怎样的期待？哪些应该重视，哪些可以忽略？

抱怨有4类：变化、期望、无效投诉、欺诈投诉。

变化

对人们喜爱的东西做出改变，你就会接到汹涌的抱怨。还记得可口可乐改变其处方的事吗？真是不敢相信，他们怎么敢干那种事！记得福克斯影业取消放映受人欢迎的家庭剧《五口之家》（*Party of Five*）的事吗？这个世界厌恶改变，抵触改变也是人类天性。改变会威胁到舒适、预期和安全。

当我重新设计网站时，收到了几百条投诉，我感受到了某种抗拒，这是正常的。实际上，在10多年里，每次重新设计都遭到了反对。然而对于批评意见，问题在于多少才是正常的？多少才是合理的？

对改变的抱怨信息含量极少时，最难破译。对于我重新设计的失败，数据显示有大量的投诉，跳离率翻了两番，也影响了转化率。我只得承认失败，重新用回原来的设计。当你做出改变时，就会出现抱怨和投诉，这是必然的。并不是所有抱怨都是可以解决的，因为起作用的是人的心理，而不是你的工作。

期望

当你打破了客户的期望时，就会发生相应的抱怨和投诉。你说服他们和你做生意，他们对此有所预期，而你提供的东西没有达到他们的期望。这种情况之所以发生，要么是因为你的服务失败了，要么是他们的期望受到了营销策略的误导。不管是哪种情况，都暴露了一个问题。这是你的问题，不是客户的问题。你或者做出更好的工作去满足他们，或者更好地管理他们的预期。

“你们的服务糟透了。”我听到这种抱怨有几百次了，而我的公司不仅活了下来，还很成功。如果我的服务很糟糕，而且人们也是那样评价的，我的生意怎么可能成功呢？于是我对此进行了深入研究。

广告客户抱怨说：“你们的服务糟透了”，他不想再用我们的服务了。他们的期望有些变态。我采用的是一个引导服务系统，可以向客户发出引导电邮。这些邮件需要回复。如果这封电邮放在你的邮箱3周都没有被打开阅读，之后再回复便失效了。如果这种服务被错误使用，结果当然很糟糕。我需要做的是更好地管理客户的期望，我详细解释了引导邮件只有在人们正确回复它们时才会起作用，未回复的引导邮件不会被处理。而且由于我的大多数客户不太懂得怎么做，我组织了一些培训活动，确保他们知道如何做出专业的回应。如果我不能解决这些投诉，我可以管理他们的期望。我知道，如果客户在赚钱，他们会一直付我钱。

如果你在酒店点了一道鲈鱼，当端上来的鲈鱼半生不熟时，你对烹调好的食物的期望就被破坏了，于是，你开始抱怨。但是对于酒店主来说，问题会更大：为什么端上来的鱼没做熟？是厨师能力有问题吗？厨房流程是否

需要改变？这类抱怨能够暴露操作问题、营销信息错误和产品问题。

如果你雇了一家声称“保证两周内完成浴室改装”的住宅改装公司，而这个工程花了两个月，你的期望就被打破了。要么广告宣传应该符合实际，要么这家公司需要改进工作，满足客户期望。无论是哪种情况，你都需要做出改变。总之，发生期望方面的投诉是因为破坏了客户的预期。

无效投诉

无效投诉是指客户不断提出某方面的要求，而你无法满足。无效投诉非常有价值，因为它们暴露了有待满足的需求。

过去我做豪华轿车预定网站时，一个最常见的投诉来自豪华轿车出租公司，“我们不做婚礼租车业务！”客户有时会为婚礼租用豪华轿车，而一些租车公司不提供这类服务。类似地，许多租车公司不提供机场转送服务。这个投诉不断出现，我后来想出了一个解决方法。在网站上增加一个功能，让租车公司明确他们提供的服务类型，这个问题因此得到解决。通过解决这个问题，这项预定服务的价值得到了提升。更高的价值等于更大的影响范围、更高的利润和资产价值的增长。

无效投诉充满着机会。人们坦率地告诉你他们想要什么，而你不一定要为此花钱，就可以满足这些需求。

欺诈投诉

2005年3月，一位年轻的女士走进温迪餐厅，投诉说在她的辣椒碟里发现了一截断指。她不仅要投诉，还想控告餐厅。幸运的是，这个女人不堪的诉讼经历被曝光，这个欺诈投诉终究失败了。次月，拉斯维加斯警方以盗窃罪逮捕了那个女人。

欺诈投诉是司空见惯的。随便问问企业主，他们都会告诉你，欺诈投诉是最让人沮丧的，因为它们反映了糟糕的社会现实：设计非法的投诉敲诈企业主。

我几乎每周都得处理欺诈投诉。例如，价格输入错误会让某个傻瓜以为可以用每小时5美元的价格租一辆原本每小时50美元的豪华轿车。“你要么答应我，要么我就联系律师控告你！”我当然知道你有律师。祝你走运，你会支付250美元/时的律师费，打一场因为输入错误而需多花45美元的官司吗？

不幸的是，当你要和几百万个客户打交道时，你将遇到几百个“傻瓜”。是

的，这可能会让你变得愤世嫉俗，因为投诉人想用低劣的欺诈要挟你。当你把一只苍蝇扔在汤碗里想吃霸王餐时，对不起，你就是个骗子。

如何处理那些别有用心的投诉人？你可以优雅地回应，解释你的立场，然后继续做你的事情。

## 选择你的战场

比尔·科斯比（Bill Cosby）曾经说过，“我不知道成功的诀窍是什么，但是我知道失败的关键在于试图取悦每个人。”我开始做生意时，非常想让每个人都开心快乐，结果很快证明那样会让人抓狂。应该有选择性地处理投诉，这就是为何我要做记录，我想要识别出可以加强我的服务价值的模式。我明白，更好的产品带来更好的客户，而更好的客户给的价格也更好。

互联网时代很容易了解到对你业务的抱怨和投诉。推特（Twitter）可以让企业主跟踪客户的意见，谷歌提醒功能（Google Alerts）可以提醒你留意别的网站提到的你公司的名字。跟进反馈会变得更容易，但是解读信息变得更困难。

“我不想为你们的服务付钱。”类似这样的投诉可以忽略。如果你尝试让每个人开心，你会被逼疯。选择你的战场，解决那些能够带来最大价值和最有帮助的投诉。作为企业主，你必须记住，尽管没有老板管着你，帮你偿还抵押贷款的是你的客户，你应该经常听听他们在说什么，但是有时候也可以忽略。

## 变不利为优势

现代社会的客户服务令人头痛。我们经历着生活中各种糟糕的客户服务，以致对差劲的客户服务习以为常，不再期望更好的服务。

在我家附近有一个商业广场，其中有一家餐馆每6个月就会换老板。自从我住在那里，就见到4家餐馆开业并关张。我没有光顾过之前的3家，只能说说最后这一家。饭菜质量不错，但是服务很差劲。饮料喝完也没人添加，银餐具发暗，女侍应生很傲慢，似乎我们的光临造成了她的不便。起身后我在想，“这家店做不长久。”果然，几个月之后这家店就挂出了“招租”的牌子。

作为客户，尽管糟糕的服务让我们很烦恼，但我们给创业者带来了很大的机会。期望的美丽之处就是它正好是反的。尽管和期望有关的投诉是指对期望造成的负面影响，糟糕的客户服务却能对期望产生积极作用。

## 把“差劲”变成“超越预期的客户服务”

你可以通过采用一个超出预期的客户服务战略，将你的业务推上平流层：可以叫作“超越预期的客户服务”。

在客户服务方面存在一些纰漏，对于快车道上的人是一个优势。例如，如果我发现在银行给我的账单上出现了1万美元的错数，我的第一反应是非常兴奋，第二反应是打电话给银行解决这个问题。此时，我的脑中马上浮现出致电银行时的一个期望，下面是我的“期望”或我预期会出现的场景：

·我会听到一段电话录音或自动接线员的对话。

·然后是重复播放的按钮菜单：按1做这个，按2做那个，按3是某业务，等等。

·之后，我的电话会被转给另一个人。

·我会和某个名叫“史蒂夫”的英语不太流利的人通话，但那人听上去更像是叫普拉吉或桑贾什么的。

这就是我能想到的状况。毫无疑问，我的客户服务预期并不怎么样。我的开户银行以及其他银行都是如此，它们只提供这样糟糕的服务，因为这就是我们期望的服务。让我们来彻底改变这种情况吧。当我致电银行时，不是自动的语言回复，而是马上有一位讲英语的人士接听电话。我不要语音邮件，不要按数字键，不要自动接线员，我要一个活生生的人来接听电话。在和客户服务代表交谈了5分钟之后，我的问题会被记录和解决，他甚至不会把我的电话转给另一个人。我此时的感受是“太棒了！”

这就是一个超越预期的客户服务示例：将一个糟糕的客户服务转变成超越预期的服务。当你打破了客户对服务的负面期望时，就会把他们变成忠实的回头客，最终给你的业务带来好处。

## 借力免费人力资源系统

一个被动收入系统是人力资源系统。

除了员工不便宜之外，人力资源系统通常需要管理。如果你可以免费利用一个人力资源系统，岂不妙哉？当你为自己的生意培养出信徒时，这个想法就实现了。

超越预期的客户服务打破了客户原来的低预期，将客户变成忠实的主顾和

你生意的信徒。他们会不断地为你做免费广告。口碑是强大的广告工具，因为这是免费的，会带来无限的投资回报。

你的客户服务战略将影响你公司的成长。满意意味着期望被满足。为了获得忠诚的客户，你必须让他们非常满意。当我和公司的潜在买家协商时，经常被问道："你会花多少钱做广告？"我的回答你一定想不到，一分钱也不花。这让大家很疑惑。当然，在我刚开始做生意的时候，也是按照常规套路：调研，营销，广告，给陌生人打电话推销。但是一段时间之后，我的广告成本不见了，因为有人免费为我做广告了！如果你的客户喜欢你的生意，他们会成为信徒，为你做广告。他们变成了不要钱的人力资源系统，变成了到处为你传播美名的传道士。

怎样才能培养你的生意信徒？答案就是提供超越预期的客户服务。当你向一家公司发出一封电邮时，多久才会得到对方的回复？一天？还是一周？在我的公司，答复客户电邮只需要几分钟，而不是几小时、几天甚至几周。人们有时发电邮给我们，只是想测试我们的反馈速度。我打破了客户的期望，这给我带来了红利。

我一直提供实时的客户服务，任何人给我公司打电话，都会有一个有血有肉的人接听，不用按1号键、2号键。我们没有将客户服务外包出去，因为我不想这样做。

客户的衷心拥护会让生意指数增长，这都得益于这个人力资源系统。比如，我的网站主机提供商是流动网。在第一次联系流动网的技术支持人员时，我发出一个服务要求，然后期待着在一两天内得到反馈。我错了，10分钟不到，流动网客服就反馈了，只用了20分钟就解决了我的问题。他们为客户提供了超越预期的服务。结果如何呢？我成了流动网的一个信徒。当有人问我："你推荐用哪家的主机？"我会毫不犹豫地回答："流动网"。我是一个传道士客户，我为流动网支付了两种形式的货币：一种是现金，另一种是我对他们业务的频繁推荐。后一种的有效价值是无法衡量的，因为我是帮他们免费推销产品的人。想象一下，如果你拥有的不是一个这样忠诚的客户，而是1万个，你的业务一年会增长2%？还是200%？

为了提供更好的客户服务和扩大你的业务，你应该知道客户对你有什么样的期望，他们与你这个行业的竞争对手和类似公司的关系如何，想想客户的期望，然后超越它。

任何时候只要你超越了客户的期望，都会获得双重好处：一是他们会继续向你购买产品或服务；二是客户会成为你业务的信徒和免费传道士。这两者都能提高速度，加快财富积累。

好的客户服务要求你付出更多，但是收益也会更多。如果花更多的钱取悦现有的客户，而不是用来找新客户，通常业务的存活期会超过5年。不幸的是，把赚钱放在首位、把需求放在最末的企业主经常把广告费花在招揽那些不了解他们的客户服务有多糟的新主顾身上。这成为一个重复的战斗，就像用水瓢把漏水的船舱里的水排出去：用容易找的新客户替代那些不满的老客户。

你需要突破客户的期望，培养自己的传道士，创造免费为你工作的人力资源系统，把钱吸引过来。

## 你的忠诚在哪里

商业所有权的最大神话是“做自己的老板”。信奉这句话的业主后来发现自己什么老板都不是，业务最终会垮台、倒闭。商业的成功诀窍是让你的客户成为老板和排在第一位的利益相关方。

利益相关方是指“在一个组织里直接或间接持有权益的个人或组织，可以影响组织或被组织的行为、目标和政策影响。”当你把自己当作利益相关方而放弃客户时，就会扼杀长期业务。想知道为何客户服务那么糟糕吗？是因为企业主把客户放在相关利益链条的最下端。上市公司是最糟糕的，因为它们把股东放在第一位，把华尔街放在第二位，把经理人放在第三位。客户被他们排在最下面。

我常反复告诫员工：“是客户为你发工资，而不是我。因此，你要让他们开心。”我的利益相关方不是自己想要好车和豪宅的自私愿望，而是我的客户，因为我知道他们有这个力量。我忠实于我的客户，他们是我的老板，掌握着所有我想要的东西。

## 大处着眼，小处入手

高二时，在米勒（Miller）先生的健身课上，我认识了马克·瑟格拉夫。实际上，并没有这样一个学生。因为米勒先生总是把学生的名字读错，所以汉德森就变成了汉克森，西格拉夫就成了瑟格拉夫，而里克森被叫成雷克士。不管你叫什么名字，米勒先生很少读准过。我不知道他是不识字呢，还是因为岁数太大了。

那是10年前的事情了，我的网站的首席技术官是谁？马克·瑟格拉夫。网站设计师是格蕾琴·汉克森！我雇了高中同学来工作？没有，那些名字只是虚构出来的，他们都没有为我工作。但是如果你浏览我的网站，就会在“联系人”和“关于我们”页面上，看到他们作为雇员，且都有很高的职衔：首席

技术官、业务发展或者网站设计师。这些人不是我的员工，但是会让别人以为我的员工很大牌，业务在成长。

我承认开始时我觉得这是和雇员开的一个无害的“内部玩笑”，但后来我逐渐发现了这样做的好处：这让我的产品看上去更好，让我的公司看上去是领先的、资金雄厚的、具有成长潜能的。当然，我并不确定把1987年上健身课的同学的名字拿来当作自己的雇员是否道德，但我的目的和意图很明确，我想让自己看上去很强大，在业务上会从小处入手。

## 你的公司设置要超越客户期望

大公司在提供糟糕服务方面臭名远扬，而这样的服务已经被大家默认。而小公司则以提供优质服务而为人所知。我的目标是使公司看上去像大公司一样有实力，但是要像小公司那样提供人性化的服务。当客户从一家大公司得到了人性化的出色服务，你就提供了超越客户预期的客户服务，并建立了忠诚的客户群，他们会到处传播你的好口碑。

客户服务很糟糕，对你而言，是一个生意机会。大处着眼、小处入手是建立超越客户期望的客户服务的基础。客户开始时期望得到中等的服务，这对于任何没有物理场地的企业都是有效的。显然一家小商店不可能看上去很强大，但是对于我们这样的网络企业，是可以做到的。

遗憾的是，许多企业主正好是相反的情况；他们看上去弱小，却虚张声势。

“乔大牛连锁企业”这个名字会不会让你觉得对方是一家强大、声誉卓著的公司？这个公司名称只给人以“这是只靠一个灵魂人物的公司”的印象，而不会让人觉得有很强的实力或吸引力。不好意思，“乔大牛连锁企业”是一个明显的败笔。我敢肯定没有一家企业使用这个标识，如果有的话，会是平淡乏味的，或者就像是用免费设计软件打出来的字样。这家公司的网站是静态的，俗套且幼稚。Comic Sans也不会给人以专业的印象，这家公司看上去像国际企业，却不提供免费客户服务电话号码。

把小生意做得像个大公司，会带来很多问题。你每次致电这类公司，需要按很多数字键，最后才能接通一个语音留言信箱。那么发电邮如何？算了吧。大多数电邮都会被忽略，那些有幸被读到的邮件，几周之后才会收到回复。客户的要求不会在几小时内得到解决，而是需要几周时间。

如果你坚持每周工作4小时，你的生意是不会有发展的，因为你的自私要比做大生意更重要，虚张声势就是自掘坟墓。

## 别等竞争对手动手，要先下手为强

我的“看上去强大”策略的另一个目的是，在竞争对手开始行动之前打击他们。当某人（或某公司）想开店与你竞争时，会先调查你。他们浏览你的网站，看看你的业务、收费标准等，然后决定是否投资和花时间进入这个领域。对于未受过训练的创业者来说，与一家大公司竞争困难重重。“我的天啊，他们有12个员工对付我一个，我该怎么办啊？”

如果一个创业者认为你太过强大而无法竞争，那么竞争还没开始，你就已经赢了。他们要么三心二意地去做，要么会转到一个竞争不那么激烈的行业。要让自己看上去很强大，但要从小处着手。

本章小结：助你踏上快车道

※客户投诉反映了客户有价值的真知灼见。

※少量的客户投诉很难破译，通常需要其他信息加以验证。

※期望方面的投诉暴露了你的业务或营销策略方面的问题。

※无效投诉暴露了有待满足的需求，展现了新的收入机会，需要你提升产品或服务的价值。

※好的客户服务其实很简单，就是超越客户对服务的较低的期望。

※服务方面的缺口是快车道的机会。

※忠实的客户会成为推广你的业务的免费人力资源系统。

※对你的公司感到满意的客户会带来双重好处：一是重复购买；二是成为你的信徒，为你传播好口碑。

※你的客户和他们的满意度是你获得个人想要的东西的关键。

※大处着眼，小处入手，超越客户对服务的预期。

※打出气势可以吓走潜在的竞争对手。

# 第41章 把搭便车者扔出去

人才是一家公司的最大资产，不管这家公司是造车的还是做化妆品的。一家公司的人有多好，这家公司就有多棒。

玫琳凯·艾施（Mary Kay Ash）

## 你的车管理不善

你的车就是你的生意。如果你让骗子进来了，一定会有麻烦。回到那个下象棋的比喻，象棋里的车代表你业务中的那些人，包括员工、合作伙伴、投资人和顾问。

## 商业联姻：合伙人

生意合伙人就像是婚姻伴侣，要么琴瑟和谐，要么以惨烈的离婚收场。

3年前，吉姆和麦克在酒吧里喝啤酒，他们突然想到一个非常好的点子，于是两人决定合作一项生意。他们的合作只是来自一时的激情。他们商量好平分利润，然后就充满激情地干起来了。麦克找到了第一个客户，吉姆找到了第二个客户。没出几个月，他们的客户就已经达到了28位，多到足以让他们辞去工作，用这部分收益养活自己。

两年后，吉姆的工作时间和质量开始打折扣。麦克不知道吉姆每天在干什么，但是注意到一些让他担心的迹象。麦克每找到4位客户，吉姆才能找到1位客户，有时甚至一个也没有。后来他知道吉姆读了一本书，那本书鼓吹每周工作4个小时。更糟糕的是，吉姆没有很好地照顾客户，而麦克得帮他维护客户。即使这样，吉姆照样拿走一半利润。当麦克向吉姆提出这件事时，吉姆采取了对抗态度，双方关系变得紧张。这种冲突使得吉姆的工作成效变得更低，有时他几个月都没有带来新客户。麦克试图散伙，而吉姆拒绝。为什么他要拒绝散伙呢？因为他可以分享麦克赚到的一半收益。麦克最终不得不聘请律师，寻求通过法律途径解决问题。几年之后，合伙关系解除了，同时麦克和吉姆的友谊也结束了。

合伙如同婚姻。当爱情和激情消退，他们必须依靠人格、协同和互补因素得以继续下去。我的早期创业企业就是合伙制的，最后都失败得很惨。不是说我的合伙人都是坏蛋，而是我们的道德观、价值观和愿景并不一致。我记得有个合伙人有一份朝九晚五的工作，而且热爱体育运动。我们合作的生意的重要性只排在他的优先清单中的第四、第五位。还有一个合伙

人，他还有其他4份工作要做，这使得我和我的那些业务变得无关紧要。你从中发现问题了吗？

在快车道论坛上搜索“合伙制”，你会找到很多有关合伙失败的抱怨。一位合伙人想扩大生意，另一位则想打造品牌；某个合伙人想做广告，另一位却想做研发；一位合伙人想要昂贵的汽车，但是资金很晚才到，又早早就流出了。合伙制就像婚姻，一半会失败，因为合作伙伴并不般配。

“他们”说你应该和具有互补技能的人搭伙，如果我是做市场营销的，就应该与一个搞技术的人合伙。如果你是擅长和人打交道的销售人员，应该和一个擅长分析的人结伴。尽管这是一个很好的寻找合伙人的出发点，而许多其他的个人性格会破坏合伙关系。

·你们具有同样的工作态度吗？你在熬夜加班时，你的合伙人是在溜冰吗？

·你们有同样的愿景吗？还是你们的想法有冲突？

·如果你想慢慢发展而你的合作伙伴想更快发展并拥有整个世界怎么办？

·如果你想出售连锁加盟权，而你的合作伙伴想单干怎么办？

·你信任你的合伙人吗？

·你和合作伙伴的性格一样吗？

事实是，人们因为错误理由而结成合作伙伴。就像人们出于错误的想法而开始做生意（不是出于需求），他们也会因为类似的错误——分散化而结成合作伙伴。合作伙伴之间找的不是协同，他们寻求的是风险、费用和工作量的分散。通常每个合伙人都想找其他人帮他分担重担，而当一个人承担更多时，就会产生不满。

合伙是可行的，正如很多婚姻那样，只是你要搞清楚对方是什么人。和大学室友很好地相处两周时间，可能不足以证明你们合得来，就像你不会和某个约会了两周的人结婚一样。

## 找到好律师和会计师

我曾经和投资人谈过很多轮，而当90多页的法律文件放在我的桌上时，我发现说过的事情和写在纸面上的东西已经完全不是一回事了。我们讨论的是一个5年以上10%利息的抵押贷款，为什么文件上写的是10年以上5%的抵押贷款？是谁把这种不一致埋在了一大堆法律术语中？不是我，是我的律师。有时，稍不注意，一项业务支出就有可能让你多交几千美元的税

金。当你以为3.8万美元一套的互动语音回复系统只是一套昂贵的电话系统时，谁会知道这套系统是可以折旧的？是会计师。如果我没有好的团队成员——律师和会计师的话，那就会更糟糕。是的，这些人不太好找，因为他们类似签订合同的合作伙伴，是另外一组对你非常有用的人。

还记得我的第一个会计师，她是我在黄页上找的，而不是通过别人介绍的。没过多久我就发现她其实不关心税务计划的事情，她对我的生意或我的顾虑没有任何兴趣，只是一门心思地埋头填写表格。另外，她的大部分客户是慢车道上的人，每天忙于处理W-2和401K报表，而不是企业客户。而我需要的人应该具有快车道生意头脑，于是我开始努力寻找。在面试和考察了几个会计师后，我发现了一个主要服务企业主的会计师。

要非常小心地对待那些你信任的掌握你车钥匙的人，因为他们可以让你遭受财务损失。记住尼古拉·凯奇的遭遇，他的经理人导致他财务破产。你要做面试和考察，要从已经成功的企业家那里得到推荐人选。你要把律师和会计师当成合作伙伴一样对待，因为他们可以不受约束地随时进出你的车，那些带着钥匙的人有机会将你引入歧途。当你在一些事情（生意、财务投资、安全）上盲目相信别人时，你就疏于防范，让别人有机可乘了。曾经有一部关于啤酒的商业片，讲一对夫妻驾车走在一条黑暗的乡村公路上，他们看到路边有一个搭车者，带着一箱啤酒和一个活动链锯。司机想搭上这位搭车人，因为他有他想要的啤酒，但是对那个藏在身后的凶器——链锯则视而不见。你必须将自己的信任作为别人需要争取得到的一项资产。让行动去证实而不是言语。当你允许文字或废话夺走你的信任时，你将陷入易被攻击的境地。当你让搭车者上来，垂涎他们的那箱啤酒时，你可能忽视了他带的那把链锯。

我雇用过的一个最差的员工是个病态的骗子，她偷了我的东西。我究竟为何要雇用她呢？她用言语打动了我。在面试时，她告诉我，她在教堂合唱团唱歌，是一个信教的人。她假定我对宗教完全信任。她猜得没错，我没有问她任何有关宗教的问题，这解除了我的警惕性。我没有做任何验证就雇了她，直到几年后我才发现事实真相。

## 先验证，后信任

美国前总统罗纳德·里根（Ronald Reagan）曾说过，“先信任，再验证。”当我雇用那个女骗子时，我信任她而没有做验证。经过几起盗窃案、一些视频和公开记录我才发现真相。我的验证工作做得太晚了，以致给我造成了巨大损失。

最糟糕的信任案例出自我们的金融系统。伯纳德·麦道夫编织了有史以来最大的庞氏骗局，涉及金额达数十亿美元。他是怎样从几百万人那里吸引了

数十亿美元的呢？答案就是没有验证的盲目信任。几千人信任麦道夫而没有做验证，那些做过查证的人没有向他投资，有些人还发出了提醒。我们信任别人，而且我们想给最好的人以信任。我们想相信童话故事里的那些情节，想相信只需支付两次39.95美元，就可以在无须首付的房地产中大赚几百万美元。当我大学毕业开始第一次创业时，我信任所有人。我买了各种承诺可以走上财富之路的书。当你相信每一个人时，发生了什么？你会到处碰壁。你会碰到懒人，你会雇到犯罪分子。当你信任所有人时，你让自己置身于违反了控制戒律的商业机会中，你允许其他人主导你的财务旅途。而当那些情况出现时，你处处碰壁，遭受打击。在这个世界上，只有一个人是你完全可以信任的，那就是你自己。为何要说得如此尖刻呢？如果你现在还不理解，以后也会明白。当你服务几百人时，你会联络几百人。只有那时你才会理解消费者/生产商公式的精妙之处。你要时刻警惕有多少人会想办法算计你，你会遇到撒谎者、骗子、小偷。这些人在最不可能的地方出现：社区教堂、约会网站以及豪华的乡村俱乐部。

我在一项投资上损失了1万美元，如果我曾经做过细致的调查，就可以处理好这件事。容易到手的东西，也容易脱手。但是如果我因为盲目相信别人而被人趁机偷走了1万美元的话，情况就不同了。现在我不相信任何人，但会给所有人机会证明他们值得被信任。这个世界上有很多好人，好人的数量还是要比坏人多。只是你得花费点工夫去筛选，让他们进入到你的生活中来。要小心对待你挑选的人，不要受到诱惑而对危险视而不见。

## 解雇粗心的司机

你待在家里时，是谁在管理车？谁在掌管你的生意？

提供优质的客户服务是一件事，而让员工做好客户服务是另一回事。当你把焦点转移到业务后端时，前线通常会受到影响。那个未经培训的前台人员的糟糕态度会给你带来多大损失？为了让客户成为你的忠实信徒，员工也得和你有一样的客户服务理念。你不能让任何员工毁掉你的几百万美元投资，世界上任何东西都无法挽回糟糕的客户服务体验所造成的结果。

在拉斯维加斯待了9天之后，我发现了机器人式服务是一项业务的极限。大多数人在拉斯维加斯度假是为了从同事、不称职的员工、脏乱的房子、交通和典型的动物园式生活剧中逃离出来。拉斯维加斯大概适合作为逃避之地。在开会时，我遇到了一位朋友，他推荐我去拉斯维加斯就住里约酒店。我过去从未住过这家酒店，而且一般也不会想到这一家。这家酒店有点老旧过时，床很硬，家具都磨损了。但是，我发现员工很热情，发牌人很友善，赌场员工有求必应。我喜欢上了那里。

在里约酒店住了3天，之后我换到威尼斯酒店住，这家酒店是美国运通公

司安排的。对于那些初次来住的人来说，这是一家建筑豪华的新酒店：华丽的梁柱、富丽堂皇的大吊灯以及丰盛的聚会，让人犹如置身皇家宫廷。我在威尼斯酒店住了6天。

不幸的是，6天之后，我决定以后再也不住这了。

我喜欢那里的意大利建筑，但是酒店服务人员简直差劲儿透了。噩梦从第一天开始，每天都是如此，充满糟糕的个人体验：客房服务部没人回应，酒店服务等候时间过长，不兑现承诺，冷冰冰的服务人员，收费过高，最糟糕的是这里并非好的休假之处。从中我们可以吸取两大教训：

·超越客户期待的服务理念必须由你的员工落实。

·出色的产品特性不能补偿糟糕的服务。

首先，员工必须落实你的客户服务理念，你的员工代表着你，代表着你的公司，是他们将公司愿景传播出去。如果他们粗心大意，公司的愿景就毁了。员工决定了公司给公众的印象。

那样无礼和冷漠地对待我，难道是威尼斯酒店的政策吗？这值得怀疑。问题出在管理层与员工的沟通上。这不是一个员工的问题，而是许多人。你不能整天都在开车，你的员工才是真正干活的人，如果他们不好好服务，那就等于劫持了你的生意并产生了负债。如果员工不将客户服务理念落实在行动中，客户服务理念就什么用也没有。

第二，不管产品有多好，比如伟大的技术（时髦的网站）或出色的建筑（装饰豪华的酒店），都弥补不了糟糕的客户服务。尽管威尼斯酒店价值10亿美元，有大理石地板和华丽的柱子，但它们的客户服务糟透了。而里约酒店的客户服务是出色的，给客户很棒的体验，尽管那家酒店的建筑已经落伍。

这种不协调就好像是一条单行道：出色的服务（超越客户期望的服务）可以弥补产品缺点，但是出色的产品无法弥补糟糕的服务或糟糕的人际交往。威尼斯酒店的地板哪怕是用黄金做的都没有用，没有任何东西能够战胜糟糕的体验。

你可以在加利福尼亚最好的海滩拥有世界上最棒的酒店，但是如果没有照顾好客户，没有满足他们的需要，他们下次就不会来了。生意的指数增长有赖于出色的客户服务，你的前线员工必须和你有共同的愿景。这不是贴在CEO办公室墙上自吹自擂的公司使命。



本章小结：助你踏上快车道

※生意伙伴关系和婚姻一样重要。

※好的会计师或律师会为你省下几千甚至上百万美元。

※会计师和律师有进入你的车的钥匙。要确保你完全相信他们，因为他们可以对你做出好或不好的事情。

※完全的信任将你暴露在完全的风险之中。

※未经验证就给予信任可能导致无法控制的后果。

※你的员工向外界展现了公司的公共形象。

※出色的客户服务可以弥补产品缺点，但是出色的产品无法弥补糟糕的客户服务。

※客户服务理念由人际互动传递，而不是贴在CEO办公室墙上的雄心勃勃的公司使命。

# 第42章 成为别人的救星

市场不会因为一个好产品而被拯救，但是一个坏产品足以很快摧毁它。

亨利·福特（Henry Ford）

## 身着闪亮盔甲保护你的骑士

你的产品或服务是不是对某些人特别有吸引力？它能够使你反败为胜吗？还是出于你的私心和欲望，让你自己变得富裕，成为老板？

## 平庸的拥挤世界

人人在做的生意只能带来平庸的收入。我们不难见到各种没有实际需求的生意，它们之间没有差异，也没有特别之处，它们被埋没在一堆不起眼的业务中，一旦“自己做老板”的幻觉消退，它们就会让主人发狂。建立在错误上的生意会让你碰壁，并迫使你去做一件不得不做的事情：下跳棋。

什么是商品化？商品化就是一个产品或服务看上去和别人提供的是一样的。比如，商品化最严重的一项服务就是航空客运业。大多数人不会忠实于任何一家航空公司，他们喜欢的是价格最便宜的那一家航空公司。因为，这个产品是高度商品化的。另一个例子是汽车加油行业。我可以在7家加油站中的任何一家加油，因为这个产品是商品化的。

人们做出购买商品化产品或服务决定的指标只有一个，那就是价格。如果你的产品不是这样的，是因为它在差异化方面做得比其他产品好。如果你的产品不能脱颖而出，它就不会得到机会，而你不得不采取削价竞争策略。

## 做生意要有合适的理由

为什么你要做这个业务？大多数人可能会给出错误的理由。例如，豪华轿车出租行业，不断有新公司进出。是什么原因促使某个人开办一家新的豪华轿车出租公司呢？绝不是因为有需求，而是因为他们想要满足自己想做这个行业的需求。实际上，豪华轿车出租行业看上去就像是的士出租的某种升级。市场需要一家新的豪华轿车出租公司吗？有人想提供一个超越竞争对手的超级服务吗？没有，他们的动机是自私的：我想要拥有一家豪华轿车出租公司，所以我就去开一家。这导致了供过于求，到处都是豪华轿车，而客户并没有那么多。当供大于求时，价格必然下跌。你不顾及市场

需求会导致供给变得富余，而你必须用最便宜的价格去争取客户。这种疯狂源于何处呢？是因为没事可做，所以才去做这个生意，他们做生意是因为“想做自己喜欢的事”或者“做自己懂的事”。

一位做地毯清洗生意的人在快车道论坛上贴了一个类似的故事。他写道：

“问题是尽管我在业务中提供了很大的价值，但人们并不想要这些服务。人们总是能拖就拖，只要还能凑合，就不清洗地毯。所以在现实中，我提供的服务的价值不大，我觉得应该换个业务。我该改做什么业务呢？现在人们看重什么？我觉得我现在的生意选得不好。”

我为这个人感到遗憾。为何他要做地毯清洗业务呢？因为有这种需求吗？还是因为他需要一个工作，想拥有自己的生意？不管是哪个原因，他所在的行业都是竞争激烈的。企业主们为了争取客户打得头破血流，可是赚的钱却越来越少。如果他想做大业务，就得打价格战。

我的答复是你无法改变你的业务，因为你已经在做这行了。正确的做法是避开这个行业，或者为这个行业找到未被满足的需求。当几百个人进入一个行业，只因为他们了解或想做这个生意，而不是根据市场的需求，你就会陷入你现在的处境：为了几美元而大打价格战。那里只有有限的需求和过多的供应者（供给）。要以需求为前提决定是否进入这个行业，或者进入这个行业去解决某个问题，而不是在进入之后再改变。如果你的产品是商品化的，就要和其他产品保持距离，做出差异化，这样才能克服商品化的不足。

## 不要老是盯着你的竞争对手

尽管我的互联网服务是面向消费者的，但是给我付款的客户是小企业主。当你每天和几百个小企业主互动交流时，你可以深入了解他们是怎样做生意的。我错误地以为所有企业主和我有同样的想法，而他们的倾向经常和我相反。我很快发觉大多数企业主对竞争对手的关注要比对自己生意的关注更多。他们不去关注自己的生意，而是东探西探，看别人都在干什么。当你这样做时你就忽略了自己的产品，这样的态度是消极的而不是积极的。

你要把视线放在自己的车和前面的道路上，不要东张西望只顾看周边的车。Excel豪华轿车出租公司把每小时租费调低了5美元！梅西，快去报告价格纠察！天啊！Godfrey豪华礼宾车出租公司在广告上把2003年的车说成是2009年的了！我要打电话给律师！如果你的眼睛总是盯着竞争对手的屁股，猜猜会怎样？你就没法注意前边的路面情况。如果你跟着别人，就没法领先，而如果你不领先，就不是在创新。如果×公司做了某件事，而

你做出反应，你就是在做出防卫，而不是积极进取。为什么不让人家跟着你走？如果你把观察竞争对手做什么当作优先事项，你就是在欺骗自己的生意和客户。

## 如何利用竞争

在绝大部分时间（95%）忘掉你的竞争对手，剩下的5%时间应该用于利用对手的弱点把你的业务进行差异化。如果你忘记了竞争对手，就可能把注意力放在你的业务上面，通过创新赢得客户的心。当你满足了需求，你的客户群就会增长，你会突然发现：所有人都追随你。

在我这行里，我是领头羊。我来创新，其他人是追随者。如果我发起一个新功能，竞争对手会在几个月之后也加入这个功能。我引入了收入引导生成模式，这个模式被复制了几十次。我不盯着别人，因为我全神贯注去实现自己的成功，让自己的客户得到满足。你可以偶尔留意一下竞争对手，这样做的目的是为了利用他们，抓住他们的弱点，做好你的产品差异化，做好他们没有做好的方面。当然，也能从中发现需求，利用他们的客户服务缺陷。不可能提供更好的服务吗？那些不满意的客户是不是对那个网站说了不好听的话？

当我把豪华轿车出租目录放上网时，我的竞争对手包括已经有的网站和传统的黄页。二者的弱点都是风险。为了做广告，不管是否盈利，他们都得先支付一大笔预付款。如果他们花了5000美元才得到一个新客户，意味着他们为了这个客户已经花了5000美元，多可怕的风险啊，不是么？我觉得这个风险太大了，所以得想办法解决这个问题。

对于成熟的企业来说，竞争通常是用来发现你不应该做什么，而不是你应该做什么。跟我竞争最激烈的竞争对手以不回复电邮而声名狼藉，他们给了我一个好机会。如果你把视线移开路面去观察竞争对手的话，就去找他们的弱点。利用他们的弱点打造你的品牌，因为差异化是对商品化的一种防御手段。他们哪方面做错了？哪方面缺乏效率？在客户不满的灰色区域里存在着差异化的机会。提升同类产品和服务竞争力的唯一方式是差异化，这要通过分析竞争对手的劣势和创新完成。因此，要努力创新。

本章小结：助你踏上快车道

※你基于错误前提而做业务的时候就发生了商品化："我想做个生意"或"我知道如何做这个，所以就开家公司做这个业务"。

※如果你忙于复制或紧盯你的竞争对手，就没有时间去创新。

※利用竞争对手的弱点。

# 第43章 打造品牌而不是生意

每个人脖子上都挂着一个看不见的标牌，上面写着“让我觉得自己很重要。”在和人们打交道时，千万不可忘记这件事。

玫琳凯·艾施

## 皇后：市场营销与品牌

在象棋里，失去皇后，你就输了。然而，在商业世界，大多数企业家经营业务的时候却失去了自己的皇后。

你曾经通过电视购物买过产品吧，当你使用这件产品时，功能是不是和电视广告上说得一样呢？由于不合意，你试图退货时，是否遭遇过一个听上去智商只有两位数的人在搪塞你呢？你之所以购买这个产品完全是市场营销的力量：不好的人，糟糕的服务，差劲的产品，但是营销非常棒。如果你有一个还过得去的产品（虚弱的马）、糟糕的客户服务（瘫软的象）和无能的人（装载蠢材的车），只要你有一个强大的皇后，你就能生存下去。

皇后是象棋中最厉害的角色，在商业世界也是如此。市场营销可以说服人们购买一般的产品。营销可以隐藏产品或服务的缺陷，可以掩盖能力的不足，甚至还能帮企业逃脱责任。营销的力量在于，好的广告能够改变一个产品，即便这个产品里面藏着蟑螂。营销是认知游戏，不管是什么样的认知，那就是现实。

## 打造品牌而不是生意

企业要生存，品牌很重要。品牌是商品化的最佳防御工具。当你做的是一个赚到的钱只够当月使用的生意，你就是在下跳棋，是单维的。人们忠实于品牌和关系，而不是公司或生意。

我喜欢可口可乐，讨厌百事可乐。我忠实于可口可乐，即便百事可乐突然降价一美元，我也不会改变。我永远都喝可口可乐。可口可乐已经打造了一个品牌，这种品牌的力量是品牌忠诚，很难撼动。可口可乐真得比百事可乐好吗？我不知道，也不关心。

当你想到沃尔沃汽车的时候，你会想起什么？我想到的是安全。那么保时捷呢？我想到的是速度。法拉利呢？我想到的是富有。大众会想到什么

呢？实用。他们可能会想到丰田，因为可靠。然而，如果说起某些品牌汽车，除了快要倒闭、闹哄哄的工会、不可预测的可靠性之外，脑中别无他想。一些汽车制造商打造了强大的品牌，而另外一些则疲于应付。

我那位做地毯清洗业务的朋友也有自己的生意，但没有品牌。品牌地位很难撼动，但生意不同。如果我的那位朋友想在一个竞争激烈的行业胜出，他应该拥有一个品牌，让自己与众不同。他应该像是一辆耀眼的兰博基尼。什么可以让他的地毯清洗业务与众不同？为何人们会用他的服务，尽管他的价格要比别人高出20%？

这些问题很难回答，特别是他进入了一个错误的行业。经过深入调查，你会发现，他的大部分不择手段的竞争对手采用的是引诱和转移销售策略。也许可以利用这个行业的弱点？我给他的建议是对抗那种做法。也许他可以将自己打造成一个“不说废话”的地毯清洁商，即固定价格，没有附加费用，也不用精美广告。

计算机制造商苹果公司是一个基于需求打造品牌的好例子。人们讨厌病毒、间谍软件和个人电脑屏幕上经常出现的“你的更新已经准备好”信息。苹果公司利用了个人电脑的这个弱点，解决了他们的问题。这家公司成为品牌史上最成功的例子之一。苹果电脑并不是最便宜的电脑，但因为他们成功打造了一个品牌，因此可以提出更高的要价。说到苹果电脑，我的脑中就会浮现出：有创意、时髦、容易使用、酷炫。当我想到其他个人电脑时，我脑中浮现出来的是蓝色屏幕、非法操作以及“你需要重新启动才能完成本次升级”。一个是品牌，而另一个是生意。

## 做到独特

打造品牌的第一步是有一个独一无二的销售主张。如果一个生意没有独特的销售主张，就像漂在海面上的无舵之舟，在众多企业中随波逐流，搭不上市场的季候风。没有独特销售主张的生意，没有吸引力。你没有理由让人家非要买你的产品，而不是买其他更便宜的同类产品。你独特的销售主张就是你的品牌之锚。是什么让你的公司与其他公司不同？是什么让你的生意有别于其他生意？是什么原因让客户选择你而不是别人？

我的销售主张很有力：没有风险的广告。如果我们没给你提供有价值的东西，你无须付款。广告商蜂拥而至，因为它们不喜欢做黄页广告，那些黄页广告提供的是有风险的业务，“先付我们5000美元预付款，然后抱着良好期望祈祷吧。”我发现了它们的痛点并解决了它。我的那位做地毯清洗业务的朋友没有独特的销售主张。没什么让他显得与众不同，他就像沧海一粟。

独特的销售主张是建立品牌的基石，可以弥补过高的价格，甚至一个差劲的产品！联邦快递在说“你的包裹绝对可以在一天内正确地投递到指定地点”时，全世界都知道了这家公司。M＆M的说法是，“这块牛奶巧克力融化在你嘴里，而不是你的手上。”你留意到这些独特的销售主张是怎样描述优点的吗？我不喜欢Domino的比萨饼（尽管我曾经受雇于这家公司），但这家公司却基于“最多30分钟送到你家，否则不收费”的独特销售主张，建立了一个比萨王国。Domino发现了需求：比萨饼的送货是个大问题。他们解决了这个问题，做出了品牌，其他竞争对手则成为历史。Domino是怎样渗入这个拥挤的市场并成功的呢？靠的是品牌和市场营销——象棋中的皇后。

## 开发你独特的销售主张

如何为你的公司开发一个好的销售主张？有以下5个简单步骤。

第一步：发掘优点

进入一个行业要有合适的理由：解决一个问题或者满足某种需求。你的销售主张首先要符合这个条件。如果你早就在做生意，那么找出你的产品的最大优点，以区别于其他产品。在做这件事的时候，心里要有客户。考虑他们有什么需求，他们想要什么。

第二步：独一无二

销售主张的目标是要独一无二，这是消费者选择你的逻辑依据，如果不选你，他们就会失去这个好处。独特的销售主张应该采用有力的动词，产生出愿望和紧迫感。“减轻重量”应该改为“消灭脂肪”或者“甩掉肥肉”，“做大企业”应该写成“收入爆炸式增长”或者“打破销售纪录”。

销售主张的独特性可以在消费者做购买决定时给他们提供更多选择，如果你选择苹果电脑而不是一些差劲儿的电脑，你选择的是安全、速度和可靠，而不是病毒和臃肿的软件。

第三步：要具体，给出证据

噪音无处不在，如果你想克服噪音，就得让挑剔的消费者信服。销售主张要具体化，如果可能，提供一些证据。

·网站：“你的车会在20天内出售，否则不收费。”

·产品：“体重减轻20磅，否则你不用付一分钱。”

·服务：“你的房子可以在30天内售出，否则由我们买下。”

Domino的比萨饼并没有说“及时送货”，他们说的是“30分钟内送到否则免费”，给出的是一个特定的行动和这个行动的证据（如果我们没有做到，你的比萨饼就免费）。对我而言，我的责任就是发出广告邮件，如果我做得不好，就收不到钱（我们给你生意否则你一分钱都不用付给我们）。

第四步：简短、清晰、明智

最佳的销售主张是简短、清晰和有力的，过长的句子会被人们略过。

第五步：把你独特的销售主张放进所有营销资料

如果有了独特的销售主张，而没有表达出来，那它就没价值。在你的所有营销资料中用上你独特的销售主张。

·你的货车、设备和建筑物上。

·你的广告和促销资料上。

·你的商业卡片、信头、标志、手册和传单上。

·你的网站和电邮签名上。

·你的语音邮件系统，前台/销售资料中等。

第六步：说到做到

独特的销售主张要足以说服人们购买，如果能让人们转换为品牌的忠实消费者更好。如果它没有抓住受众的注意力，或者吸引力太弱的话，就起不到作用，而且你必须对销售主张上的承诺说到做到。如果40分钟才将比萨饼送到，你就违反了30分钟的承诺。欺诈的销售主张很快会露馅，导致人们抛弃你。

## 引起注意

下次你在被堵在半道上时，就朝周围看看。每辆车看上去都差不多，没有哪一辆更引人注目。到处都是庸碌之辈。作为一个天生的市场营销人员，

这就是我为何特别喜欢兰博基尼的原因，因为它鹤立鸡群。你的品牌也应该如此。

面对事实吧。没有人喜欢和别人一样。年轻人都在努力让自己有别于他人，这就是为何他们沉溺于乳头环、眉环、哥特装扮和文身。所有这些都为了表明“我和别人不一样！”

成功的公司在品牌和市场营销上采用的是同样的做法。

写作这本书，尽管很有挑战性，但并非一个真正的挑战，让人们购买这本书才是真正的挑战。为什么？因为讨论金融和赚钱的书汗牛充栋，换言之，各种噪音能把人震聋。而为了让这本书实现我的梦想，成功晋身为畅销书作家，我需要让自己的品牌从中脱颖而出。

有个人看了我的脸书更新，然后留下了下面这些乱七八糟的东西。

·大学肄业生一天赚了2000美元。知道为什么吗？看看我是怎样利用这个美妙机会一个月赚了1.5万美元的！一家新创公司有一个强大的计划，保证你获得6位数的收入！我刚加入了这个棒棒的计划，今天赚了300美元！来做自己的老板吧！

我最近用过一个互联网计算器软件，可以计算出我的“财富段位”，用我的净财富与全美国的同类人做比较，然后得出排名。我排名在前1%之内，我感到万分荣幸，这正是我的挑战目标。我的净财富称得上“独特”和“超卓”，但是在网络世界里，它被淹没在噪音中。在脸书，你永远不会猜到，大部分人都接近破产。是的，脸书上每个人都是百万富翁、成功的教练、大师或模特。每个人都是排名在前1%，包括那些确实属于前1%的人。你瞧，我们都是营销专家，有些人还是幻觉营销大师。这样的结果就是制造了很多噪音，造成了鱼目混珠，反而听不到真正的成功者的声音了。你的市场营销努力必须克服这些噪音。

## 如何克服噪音

有5种方式让你克服噪音：

·极化。

·冒风险。

·调动情绪。

·鼓励互动。

·不落俗套。

## 极化

极化也许不是一个大众化市场品牌的最佳策略，因为极化包含了极端的观点或信息。你不会想要失去一半的客户群！但是，极化对于需要流量的网站或想获得读者青睐的书来说是非常有效的。

极化能起到作用，是因为它传递了一个极端观点，即强迫人们要么爱你，要么恨你。萨拉·佩林（Sarah Palin）用过这个策略，你要么爱她，要么恨不得把她从船甲板上踹下鳄鱼出没的沼泽。政治评论家用极化策略推销书籍，因为读者需要为一个目标集结，或者挑起激烈的争论。网站极化可以吸引访问者，因为人们会捍卫自己的理由，而另一些人则会攻击他们。如果芝加哥白袜队的狂热粉丝在网站上看到有人恶意攻击芝加哥球队的无能，必然会出现极化的围观者，一些人支持而另一些人反驳。

这本书本身也可以看成是极化的。很多人会认为我的观点很极端，因为这违背了传统智慧。天啊！他说用优惠券不会发财！他批评我的养老计划！与“常规”相反总会被视为极化。

## 性吸引

性可以吸引人，而且是最常用到的克服噪音的手段。性是一个强大的噪音干扰器，因为性是常青的。你可以过度使用它，但依然会吸引消费者，因为性总是流行的。2005年，GoDaddy第一次播放超级杯赛广告就用性作为武器，收到了很好的效果，如今声名狼藉的GoDaddy女郎广告在那几年曾红极一时。我从不认为那些广告有多棒，但是它们确实克服了噪音，吸引了大家的注意力。结果呢？2006年之后，GoDaddy的销量和市场份额上升到了32%。

我留意到脸书通过社交媒体营销商采用的性吸引技巧。一位身着比基尼泳装的女人通过视频节目讲授市场营销的技巧，她的比基尼泳装视频得到了5倍的浏览量和点评。为何这个比基尼视频要比一般视频表现更好？很简单，是性吸引了人们。男人看到这个视频中那个丰乳肥臀的女人时在想，“哇哦，我得仔细看看。”而女人会很好奇，“我的天啊，那个穿着比基尼做节目的人是谁啊？”这个案例几乎是极化和性的混合体。

## 调动情绪

大多数消费者的购买决定会受到情绪影响。有时，我们购买东西是为了满

足情绪的需要。我买一辆兰博基尼并不是为了代步，而是为了感受到自豪、成就感、不同凡响、兴奋和荣誉。美国动物保护协会已成立了一个世纪，但直到最近我才听说它。他们是如何让别人留意到的？他们发起了一场有力的调动情绪的市场营销活动。他们做了一支广告，内容是被关在笼子里的小动物，而背景是凄惨得令人动容的鸣叫声。

如果你可以触动受众的情绪，让他们在乎你，他们就会购买。让人们兴奋，惹他们哭，逗他们笑，你传递的信息将会克服噪音，促使人们去买。

互动

看和做不是一回事。人们说，如果你想激发自己的激情，试试去开你梦想中的车。交互性提高了对事情的回应性。如果你可以品尝、感受或使用，你就更有可能买下来。

互动就像听到自己的名字，这是你喜欢的。在脸书上，最受欢迎的应用是“调查”和“问卷”，因为人们自恋。我最喜欢的电影是《非常嫌疑犯》（*The Usual Suspects*）！我喜欢比萨饼！我有一只贵宾犬！人们喜欢谈论自己，如果你把这些纳入市场营销规划，你的产品或服务的回应率将会改善。

比如说，如果我发起一个调查“请回答你是在快车道上加速行驶还是被堵在慢车道上”，我就是在做一场互动活动，吸引人们加入，谈谈他们自己。当你的潜在客户卸去个人隔阂，向你敞开心扉，他们就会离你更近，就像你们之间存在一种关系。人际关系要比公对公的关系更有帮助。

“找到接下来会发生的……”一些公司使用传统媒介和互联网加强互动。我最近看到一家汽车制造商的广告片，里面除了驾车高速追逐的画面，还有我们经常看到的“预知后事如何，请浏览××网址”的内容。通过不完整的信息或内容吸引受众，潜在客户会为了解整个故事而访问网站，网站加强了互动。

社交媒体和“网络2.0”的革命表现在互动性方面。你不仅仅想读一篇文章，你还想评论它！你想让人们感受到你的存在！

不落俗套

见多不怪，如果你上个月已经看到过某个东西或类似东西几十次，你还会觉得新奇吗？比如“做自己的老板”就是一句过度使用而威力已失的话。然而，我仍然看到广告标题和子标题提到所谓大师说过的这句话，就好像这

句话里面蕴藏着威力似的。这已经被用滥了，为何你还要用？

什么是不落俗套？你见过一辆兰博基尼只卖1美元吗？我没见过，如果见过，我一定不会忘记。这样的活动会引起好奇心，因为它不同寻常。什么样的疯子才会把一辆豪华轿车卖1美元？这是骗局吗？其中的机关是什么？我得看清楚！

另一个不同寻常的例子是打破惯例。还记得劲量兔（Energizer bunny）吗？它仍然很受欢迎。这些广告片打造了一个不落俗套的品牌。广告商创造的一系列标准和令人厌倦的市场营销信息，由于劲量兔的介入而四散。营销者预料到了你对常规套路已经很熟悉（呃，不过是另一个令人生厌的广告），用一只粉色的兔子打破了无聊，打动了受众。AdAge网站将这些广告片排在最佳设计的前100名。

另一个打破惯例的例子是Geico保险公司，他们在常规情境中插入令人惊喜的对话："我有个好消息！我刚才为我的车买保险时节省了一大笔钱。"常规情境被一句话打破了，"我有个好消息"创造出了不寻常。另一个Geico保险公司的例子会让你感觉就像是在看一部叫作"蜗居"的电视连续剧的宣传片。这个促销广告片讲的是一对新婚夫妇，他们在一个小公寓里住了整整一年，因为住处拥挤不堪而产生婚姻危机。你看到这对夫妇的头撞到低矮的屋顶，他们在一张狭窄的床上辗转反侧、难以入眠。但是稍等一秒钟，这个大家都能预料到的套路只是一个"包袱"，背景声音的出现打破了常规："这部剧是真实的，但你的汽车保险一分钱也不能省。"

如果吸引了你的注意，就赢了一半。另一半要靠满足消费者需求赢得。将你的信息以消费者的角度处理。换言之，就是说明"我能给你带来什么好处"。比如，为你的车险节省15%或更多，你觉得如何？

## 这里有哪些是我需要的

这句话听上去有些挖苦意味：为了在快车道上取得成功，我们必须放弃自我，去满足他人。我说过走快车道就像漫步在沙滩上一样舒适惬意吗？

你能想到的第一个人类行为就是自私。人们想要他们想得到的东西。人们不关心你、你的生意、你的产品或你的梦想；他们想的是他们自己和家庭。这是人之本性。所以，我们的市场营销信息必须聚焦在能带给他们的好处上，而不是产品的特点上。人们需要被告知其中哪些是他们所需要的。你的产品或服务如何才能帮到他们？好处是什么？用营销的话讲，就是"这里有哪些是我需要的"。

我的客户是小企业主，我服务几百万个客户。这种互动关系可以让我以一

种有力和快速的方式，同时了解客户和供应商的行为。我在几周里了解的事情，教育者可能需要几个月的时间才能知晓。我发现小企业主容易陷入自私的陷阱，喜欢吹嘘自己的公司。他们的卖点是产品特点，没有意识到人们是为了图方便和事情的需要才租车的，而不是因为它是一辆豪华轿车。

作为消费者，我们买东西是为了解决需求，我们做交易是为了填补空隙。你要的不是一个钻，而是为了打洞；你不是要买一件衣服，你要的是一个形象；你买的不是一辆丰田车，而是购买可靠性；你买的不是一个度假产品，而是一种体验。我们必须成为问题解决者，并且把我们的生意当成某人的救世主，我们必须把特点翻译成好处。你的公司是卡罗拉多最大的豪华轿车出租公司这件事是否能够解决我的问题？不会的，除非你把这个特点翻译成一个好处。

## 把特点翻译成好处

如果你想把产品卖出去，就应该把产品特点翻译成好处。有4步可以做到这一点。

·调换角色。

·确定特点。

·明确优势。

·将特点翻译成好处。

首先，和你的目标买家调换一下角色，你做客户。你的客户是谁？他们的典型做法是什么？他们是那种花钱大方的CEO，还是像沃尔玛的那些购物者一样对价格非常敏感？他们是手头紧巴巴的学生？还是单亲妈妈？如果你无法确认你的目标客户是怎样的，你的结果不会很理想，特点也不能变成好处。一旦你确认了买家是谁，你就要问：他们想要什么？他们害怕什么？他们需要解决什么问题？或者他们想“感受”什么？

例如，两个品牌的同样产品可以有两种不同的买家。一个买了科尔维特车的人和一个买沃尔沃的人有不同的心理动机。都是车，但买跑车的买家不是为了基本的交通需要。科尔维特的买家更像是愿意承担风险的人，自雇、独立、外向、有主见。沃尔沃的买家有可能更关注家庭和安全性。他可能比较保守，喜欢分析，比较顾家。两种完全不同的买家类型意味着营销上的着力点必须锁定各个客户群的特别的欲求。

在你和客户调换了角色并了解了他们想要的东西之后，下一步是分离出你的产品的特性。对于我的网站服务，我列出了一些特点：

·上传图片。

·通过邮件确定车辆、用车日期和服务。

·安排车辆。

尽管这些特点都很棒，但我还是得把它们翻译成优点。为什么说这些特点很棒？能给我的客户提供哪些好处？

在你总结出特点之后，接下来要将它们翻译成优点或者推衍出一个特定的结果。这就是为何有人会从你这里购买而不是从别人那里买的原因所在。

对于我的网站服务来说，“上传图片”可以翻译成：“不用再浪费时间和客户在车库会面，上传你的车队图片，把产品展示给客户看！”“邮件预定”可以翻译成：“锁定你想要的客户，直接确定日期、服务和车型。”“安排车辆”可以翻译成：“最大化车队的使用率，基于车辆的使用情况接受预定！”每个特点都重新写成能够吸引买家购买的某个优点。我不会让客户填空，我为他们填补空白。

## 用价格做品牌武器

价格就像是为你的产品或服务刷上油漆。

我第一次体验到“刷漆”的作用还是在很小的时候。那时我只有六七岁的样子，妈妈搞了一次为期2天的车库销售，她允许我卖掉一些玩具，把钱自己存起来。我拿出来卖的一个东西是“足球闹钟”，一个计时用的庞然大物。我一直都清楚地记得当时卖了2.55美元，跟白送似的。

在销售开始的第一天，我的足球闹钟吸引了很多目光，但是没有卖出去。我开始想办法，怎样才能以2.55美元卖掉呢？我不想再降价了，因为这个价格正好是我想在街角商店里买的那个玩具的价格。于是我想出一个主意，我找来妈妈用来做标签的双面贴，剪成4小条，粘在现在的价格标签上面的位置。在第一条上写了5.55美元，然后划掉。在第二条上写了4.50美元，也划掉。然后是3.95美元和2.95美元，都划掉。每一条上的价格都更低一些，划掉是为了让买家可以看到“降价”，这样还是没有改变之前定下的价格2.55美元。

现在我的闹钟价格还是一样的，只是观感不同了。人们可以清楚地看到更

高价格的标签被划掉了，这传递了两个信息：（1）更高的价值；（2）划算的买卖。猜猜结果如何？看到这只闹钟的第二个人就把它买走了。我成功地改变了买家对于价格的看法。当然，我7岁大的时候，还不知道“市场营销”意味着什么，也不知道自己在做什么。但这是我第一次接触市场营销，并考虑价格的影响。

## 价格代表的不仅仅是成本

价格是品牌的表现，因为价格意味着价值。你的价格越高，其价值应该越大。价格越低，价值也越低。价格不仅仅是告诉别人商品成本的数字，它还传递了价值和用途的信息。

我听过一个古老的讲述价格等于价值的故事。在清理地窖的时候，一个人找到一只旧的梳妆台，打算扔掉。他把那个梳妆台移到街角，放上一个标牌，上面写着：免费。奇怪的是，那个梳妆台摆在那里一整天都没人拿。这让那个人很疑惑，因为梳妆台虽然旧，但是外形很漂亮，只需要稍微涂点漆就很完美了。那个人决定采用新的策略，他走到街角，把免费的牌子换成“50美元”。不到一小时，那个梳妆台就被人偷走了。

同样的目的，不同的定价策略。

除非你用价格作为品牌招揽客户（如沃尔玛、西南航空），否则不要让价格毁了你的品牌，特别是你应该用价格来定义品牌的时候。价格不只是一个竞争工具，还可以通过调低调高让产品卖得更快。它也间接传递了你的产品或服务的价值信息。我有几位竞争对手，他们的价格比我低10%，有时甚至低20%。但是我的生意仍然很好。我的价格不是最便宜的，那么为何我能做得更好呢？因为我的服务有更高的价值，我会保持价格与价值相称。我的营销对象是经过挑选的，也有更好的合作伙伴，我得到了很大的支持。我在打造品牌，而我的竞争对手是在经营生意。

我的一位艺术家朋友，她的画非常精美，但是标价却很低。她是单身母亲，手头不富裕，靠着卖画维持生计。对她来说，500美元都是一大笔钱，因此她标出的价格远低于那些画的真实价值。她对于价格的错误认识扭曲了她的赚钱能力，贬低了她的作品价值。我建议她提高价格，把标价90美元的画提高到300美元，再看看会出现什么效果。她卖出了所有画，因为价格代表着价值，定义了品牌。

即便是在慢车道上，定价也有自己的角色，它表现为你获得的工资的形式。下面是一则贴在快车道论坛的帖子：

一家公司在报上刊登了两次广告，招聘一名网站编程人员。一次列出的薪

水是每年12万美元，另一次列出的是每年3.2万美元。第一次较高薪的广告只收到了4份简历，第二次广告给出的薪资远比第一次低，却有100多人回应。大部分人对自己和自身能力缺乏信心，而且愿意接受较低的薪酬。

你愿意在生意中少赚点钱吗？是否你对价值的谦虚低调导致你无法发挥潜力？正确的定价策略对于打造品牌和市场营销是非常重要的，错误的价格传递了错误信息。对于竞争激烈的行业来说，价格是关键。一位公共关系顾问可以比竞争对手多收30%的费用，但是一家加油站却不能这么做。

尽管我是完全的异性恋，但仍然着迷于设计师的手提包，因为我欣赏他们的定价策略。为什么一只手提包可以卖4000美元，而它的成本可能不到100美元？原因在于品牌和市场营销，价格是打造品牌的一个部分。

价格是给客户留下印象的众多方式的一种。为了给你的品牌确定价格，你得把超出实用性成本的那部分价值解释得让客户信服。是什么让你与众不同？为何别人应该付给你更多钱？作为营销人，你得深入买家的头脑，让你的品牌显得不同。控制消费者的头脑，也就获得了客户。

本章小结：助你踏上快车道

※营销和品牌（象棋中的皇后）是快车道工具箱中最强大的工具。

※商业生存靠的是品牌。

※品牌地位很难撼动，但生意不同。地位危机迫使企业主加入价格战。

※独特的销售主张是品牌的关键，能够将你的公司与其他公司区别开来。

※人的本性是保持独特性，而不是像其他人。

※为了营销成功，你的信息必须克服广告噪音。

※如果你的产品定位于极化的受众，如政治人物、少数派，甚至是运动队，那么，极化将是一个克服噪音的工具。

※性很管用，而且总能吸引眼球。

※消费者基于情绪而不是实用性做出购买决定。

※如果你可以激发受众的情绪，你会有更大机会说服他们购买。

※人们天性喜欢谈论自己。如果你可以引入互动，你将会取得更大成功。

※不同凡响意味着首先要区分和识别出常规套路，然后反着做，或者打破那种惯例。

※消费者是受自我激励的，你要随时将你要表达的信息调整为“里面有哪些是我所需要的”。

※当你从生产者的角度转为消费者时，特点就会被翻译成好处，确认特点所具备的优点，并将优点推衍出特定的结果。

※价格隐含着价值和用途的信息。

※不要因你对价格的认知而导致你的品牌变得平庸。

# 第44章 选择“一夫一妻”制

没有配鞍，马儿跑不远。

没有加压，蒸汽推不动任何东西。

没有管道，尼亚加拉大瀑布的水发不了电。

专注、投入和自律，才能让生命变得伟大。

哈里·艾默生·福斯迪克（Harry Emerson Fosdick）

## 欺骗配偶不是好合作伙伴

在本书即将完结时，我必须谈谈快车道对忠诚的要求——“一夫一妻”。

我上大学时的朋友马库斯·特克尔（Markus Tekel）是一个非常有进取心的创业者（马库斯，如果你也正好读到这里，我向你抱歉重提往事）。但是，他每周都在做不同的生意。这一周是某个多层次营销项目，下一周是某企业杂志的广告承包商，而再下一周是个分类广告项目。几乎每周不同。我的朋友们后来把这种跳来跳去的神经官能症称作“特克尔症状”。

特克尔症状强迫你把注意力在不同的项目和机会之间移来移去，这也是一种追逐金钱而不是去满足需求的症状。当你把时间投入5种不同的业务中，你就变成了一个“多处撒网”的机会主义者。这个想法就是朝墙上扔尽可能多的东西，总有些会黏在上面。总有项目会让我赚到钱！

重点不集中导致了发散的结果，没有一个业务是特别出色的，“多处撒网”的机会主义者有20个生意，个个都一塌糊涂。10项业务共赚1万美元，倒不如做好一个业务。把精力分在不同的资产上，结果就是每个资产都很弱。这样的资产无法承重，不能建起雄壮的金字塔。弱势资产不能产生速度，也值不了几百万美元。弱势资产不会加速财富积累，它们的收入只够用来为下个月的新项目提供启动资金。

当我模仿当前的公司模式开始做另一个网站的时候，我便进入了“多处撒网”的模式。网站上线之后，从我用来养家糊口的核心业务中挤走了很多时间。就像是我对老婆不忠，结果被抓了个正着。我把曾经用来做核心业务的时间用到了那个新公司上，结果很不理想。当时，我有4个选项：（1）继续从我现在的生意中挤时间；（2）雇人管理现在的生意；（3）雇人管理新业务；（4）停止新业务。最终我停掉了新公司，因为我估摸

着，雇佣新员工会让我把更多业务时间投入到管理中去。

## 只有专注，才能有多样化

我没见过非常成功的“多处撒网”的机会主义者，除非他们开始创业时是专注于某一个事业。

仔细想一想，世界上最富有的人都是把精力聚焦在某个关键目标上，而不是分散自己的注意力。勒布朗·詹姆斯如果对什么事情都感兴趣，那他不会成为篮球健将。他只关注一件事，那就是篮球，不管他是在吃饭、睡觉还是做别的事。现在以他传奇般的社会地位和数百万美元净资产，他可以做任何感兴趣的事情。

要么赢得棋局、生意，不然你就得自食其力。如果你同时涉足10件不同的事情，结果会是都平淡无奇。要集中做一项业务，并把它做好。

一些伟大的技术型创业者用100%的努力打造出令人印象深刻的公司，他们没有把精力分散在其他创业企业。在赚得第一桶金之后，他们才会涉足由其核心业务衍生出的其他领域的创业企业。换言之，是他们的专注换来了多样化的结果。

在创业者以5000万美元高价卖掉了自己的公司之后，他们通常做的第一件事是什么？他们会投资几家公司，去做慈善事业，挥洒他们的激情。为什么他们现在可以同时做很多事情了呢？是钱。钱可以买来系统，比如人力资源系统，也可以买来时间。

快车道的成功来自专注，不要将精力分散在不同的业务上。把精力放在快车道业务上来，全力以赴。

本章小结：助你踏上快车道

※特克尔症状的受害者是在机会间跳来跳去的“多处撒网”的机会主义者。

※弱业务导致弱资产，而弱资产无法加速财富。

※最成功的企业家依靠自己的生意，而且全力投入其中。

※一个领域做得成功，才能在其他领域得到成功。

# 第45章 为你的致富计划充满电

选择可以马上做出，后果则相伴一生。

MJ·德马科

## 为财富配置一个超级充电器

千里之行始于足下。我已经为你的致富之路铺垫了很多信息和知识，现在是时候做个总结以及迈出第一步了，是时候用协调的行动开始你的致富流程了。你现在已经拥有了所需的心理学和数学框架，这会为你的致富大业带来更好的机会。带上你的“快车道超级充电器”F-A-S-T-L-A-N-E S-U-P-E-R-C-H-A-R-G-E-R，这就是本书提出的快车道程序的缩写词，开启你的百万富翁快车道之旅吧！

**1.**公式（**Formula**，**Fastlane supercharger**）

财富是一个公式和信仰、选择、行动、生活方式构成的系统性过程。财富是一个过程，而不是结果。

**2.**认同（**Admit**，**fAstlane supercharger**）

认同以前公认的致富之路——缓慢致富是完全错误的，因为其中包含无法控制的有限平衡，所需花费的时间很难预计（财富＝工作收入＋投资收益）。要想走上百万富翁快车道，你需要认同“快速致富”是存在的，承认“无计划”不是一个好计划，认同运气是全心投入的结果。

**3.**弃旧迎新（**Stop and Swap**，**faStlane supercharger**）

放弃追随错误的路线图，停止你一直在做的事情。不要再浪费周末时间，不再想着养老金计划和共同基金会让你成为富人。从无效的路线图转向快车道路线图，把重点从消费者转移到生产者。

**4.**时间（**Time**，**fasTlane supercharger**）

时间是快车道最宝贵的资产，尤其是可自由支配的时间。你要投资于可以产生自由支配时间的活动。避开时间窃贼，比如会耗光你的时间的寄生性债务。把时间放在一个可以将受限制时间转变为可自由支配时间的商业系

统，把时间作为关键的决策因素。

**5.**杠杆（**Leverage，fastLane supercharger**）

用可以控制的杠杆和没有极限的数学创造出财富。在慢车道财富公式里没有杠杆，它预测的是时间（每小时薪酬、年薪、年化回报率、投资的年数）。如果你不能控制决定你的财富的算法，也不能加快致富速度的话，你就无法掌控你的财务计划。杠杆是由对你有用的系统所决定的。

**6.**资产和收入（**Assets and Income，fastlAne supercharger**）

财富可以通过生意让收入和资产价值发生爆发式增长，这可以通过出售和清算实现。通过聚焦收入，同时控制花费，既可以保持你一定的生活水准，还可以不断扩大你的地盘。收入和资产价值的指数增长，以及不奢侈浪费，可以打造出百万富翁。

**7.**数字（**Number，fastlaNe supercharger**）

你的赚钱目标是什么？过你想要的生活需要多少钱？确定一个数字，做出详尽的计划，然后实现它。开始把零钱存起来，开立一个经纪账户，在办公室墙上贴一张图表，连续监控你的财富积累状况。在你工作的地方贴上你梦想的生活方式的图片，实现你梦想中的生活方式。比如，你想在山边小溪旁有一间木屋，照一张这样的图片作为电脑桌面，这样你就可以每天都看到它。把你对未来的愿景展现出来，让它在你心里扎根，并且经常提醒你。如果你的梦想是一辆法拉利，买一辆法拉利汽车模型放在你的桌上。紧紧抓住这些梦想，让梦想变成现实！

**8.**影响力（**Effection，fastlanE supercharger**）

影响力带来财富。影响力定律是说，“在你能够控制的环境里，受你影响的人越多，你赚到的钱越多。”你影响几百万人，就能赚到几百万美元。当你解决了大量的需求问题，钱就会向你涌来。金钱反映了价值。

**9.**导向（**Steer，fastlane Supercharger**）

生活的导向就是选择。在某个时刻，你必须转向快车道理念，这有助于形成你的致富过程。财富不是选择一个结果，正如你不能选择减去100磅，一觉醒来突然体重轻了100磅。

你如何对待导向，决定了快车道对你来说是一种生活方式还是一个兴趣爱好。为了对极端情况做出好的决策，要用WCCA和WADM。年轻时的决策的影响力是最强的，随着年纪变大影响力逐渐变小。检查你过去做过的选择，你当时做了什么选择？为什么要那样选？你对生活做了哪些叛逆的事情？为何你陷入了债务？如果你不纠正过去选择的错误，必定以后还会重犯。行为改变开始于对过去选择的反思，用快车道的理念在未来做出改变。你要有责任心，要能承担责任。

**10.脱钩（Uncouple，fastlane sUpercharger）**

正式与慢车道财富方程脱钩，为你的生意创立一个合适的快车道实体：一家C型或S型公司，或一家有限公司。从此以后，这个实体就是你的商业系统的载体。它“首先为自己赚钱”，政府排在最后。它自我生长，与你的时间是分开的，这是你创建一项资产的第一步。

**11.激情和目的（Passion ＆ Purpose，fastlane suPercharger）**

除了有一个商业实体和盈利目标勾勒你的梦想人生之外，你还需要激情和目的，将它注入你的习惯性行动之中。不要把“激情”和“做你喜欢的事”混在一起。激情点燃你的灵魂，驱使你去做该做的事。激情令你激动万分，也会让你对不满暴跳如雷。某些激情是自私的（我想要一辆兰博基尼），而某些是无私的（我想帮助孤儿）。不管是哪一种，只要激情足够高，都会把你卷入创造财富的过程中。

**12.教育（Educate，fastlane supErcharger）**

教育开始于毕业之后，不要停止学习。你现在了解的知识不足以支撑你未来的目标。要学习快车道知识，在你控制的环境中，加强你的业务系统的建设和运作。要去图书馆和上网学习。

信息是你的财务之旅的燃油。要确保在现有被浪费的时间中抽出小块时间读书：火车上、飞机上、健身时、午餐休息时、早晨上班前一小时或是在邮局排队的时候。

**13.道路（Road，fastlane supeRcharger）**

踏上一条快车道。但是不要担心你是否可以确定走哪条路，道路会选择你。训练你的头脑去发现需求和问题。留意别人的想法和语言，因为这会暴露他们有待满足或没有得到很好满足的需求。你得寻找下一个突破点，

去找问题、痛点或服务疏漏，解决它们。世界上有很多最好的生意是建立在已经存在的产品基础上的，只是它们更好地解决了问题。当你把注意力放在需求、问题、不便等方面，你会发现空间很大。是的，道路选择了你。

**14.控制（Control，fastlane superCharger）**

按照控制戒律，掌控你的财务计划。致力于一个你可以完全控制的组织，控制从定价到营销的所有环节。快车道创业者不会把关键业务功能的控制权转交给层级管理结构，因为他们自己就是这个控制结构。要做一条鲨鱼，而不是供人观赏的孔雀鱼。

**15.满足（Have，fastlane supercHarger）**

满足别人的需求，钱就会涌向你，这反映了需求戒律。靠追逐金钱不会让你发大财。停止追逐金钱，因为它会甩掉这样做的人。相反，要把注意力放在能够吸引金钱上，也就是解决需求问题的业务上。你提供了价值，金钱自然会来。你要抛开自私，满足人们的需要。这样做的时候，金钱就会向你涌来，因为金钱会被那些拥有别人想要的东西、期望、渴望或需求的人所吸引。

**16.自动化（Automate，fastlane superchArger）**

自动化你的生意，使其符合时间戒律，让你的时间和业务脱钩。最好的被动收入摇钱树是现金系统、租赁系统、计算机/软件系统、内容系统、分销系统和人力资源系统。对于任何业务来说，自动化的关键就在这里。

**17.复制（Replicate，fastlane superchaRger）**

复制你的系统，遵循规模戒律。选择能打出全垒打的场地打比赛。为了成为百万富翁，你要影响几百万人。为此你需要找到一个能够产生这样大影响的场地！你的产品、服务、过程能够复制到全球以满足影响力定律吗？

**18.成长（Grow，fastlane supercharGer）**

像下象棋一样，从多方面壮大你的业务。打造一个品牌，而不是一项业务。对待客户要像对待你的老板，把抱怨转化成机会。仔细倾听外界反馈，因为它们会给你提供最好的方向建议。要避免商品化，让自己有别于竞争对手，从中脱颖而出。要聚焦一项业务，而且只集中精力做一项业

务。

**19.**退出（**Exit**，**fastlane supercharg**E**r**）

制定一个退出策略。快车道的终点是实现完全的被动收益系统。释放这个系统的最好方式是通过清算兑现巨大的资产价值。要知道何时是清算资产的时候，把纸上财富变成真实财富。要知道何时该跳下这匹马，学习驾驭一匹新马。

**20.**退休、回报或东山再起（**Retire**，**Reward**，**or Repeat**，**fastlane supercharge**R）

在卖掉你的资产之后，退休或东山再起。不管你选择马放南山还是重新来过，在路上，每达到一个里程碑，都应该奖励自己一下。卖出了第一件产品？庆祝一下！外出就餐，买只雪茄，喝杯啤酒。资产超过10万美元？好好款待一下自己。完成一项合资交易？更应该好好地庆祝一番。资产超过100万美元？好好放松一下，去休个假。超过1000万美元？买一辆兰博基尼！

## “呃，先生……我们打烊了……”

快车道旅程不是一个最终目的，它只是一段旅程，会成为你生活中的一段经历。你将发现这段旅程值得尝试，只要你拥有梦想就有机会实现，而无所谓从哪里开始，只是看你如何去做。梦想生活的大门永远向你敞开。请抛开让你不堪回首的过去，重新上路，所有快车道上的人起步时总有同样坎坷的经历。

·可是，我有如山的信用卡债需要还啊！

·可是，我还得每天去超市摆货架啊！

·可是，我下班后没有时间啊！

·可是，我太太不喜欢我做生意啊！

小心这些“可是”，因为它们只会把你的屁股黏在沙发上，让你一事无成。借口不会让任何人发财致富，我们都可以找到借口。不要再学别人了，开始行动吧，今天就做出改变你未来生活的选择。我们已经浪费了太多时间，太阳都落山了，咖啡店的伙计已经挂上打烊的牌子了。

我希望这本书能够唤醒你梦想的种子，并给它们生根发芽的土壤。请永远牢记，只要你有梦想，就可以实现梦想中的生活！祝你心想事成，也许某一天，你对这个世界的影响会追溯到多年以前你做出的一个简单选择——你选择了这本书并认真地读过。

祝你梦想成真……祝你好运，愿上帝保佑你。

# 附录A 读者反馈

**MJ，我是一名高中教师，我该怎样做才能走上快车道？**

首先要明白，你现在的路无法让你致富。当然，我不是建议你辞去工作（现在还不建议）。我建议你开启另一条并行道路。在你这行，是否有一些问题是你可以解决的？你是否可以发明一个每所学校的教学都需要的产品？你是否可以为教师们写一本书？你可以开办一所私立学校吗？

如果你没发现你现在工作中存在什么需求的话，是否可以发现其他行业存在的问题？也许你的学生会提出一个需要满足的需求。你听到过他们的抱怨吗？他们的问题、尝试和痛苦是什么？需求无处不在，不一定要在你干的这一行里找。

只有你敲它们的门时，路才向你开放。此外，作为一名教师，你有大多数人都没有的大量时间。你知道有多少人想在夏天休息3个月吗？把这些时间用在可以致富的新路上吧。

**MJ，我的邻居经营一个生意已经19年了，他很少在家，从没有时间做别的事情，当然他也并不富有，拥有一个生意并不能保证得到财富！**

我同意。你的邻居的问题是他选择的道路不会带来富裕，因为他违背了时间戒律。如果你的生意不像一棵摇钱树那样让你从中解脱出来，这个生意可能真得会成为永远摆脱不掉的工作。

**MJ，我现在有1.2万美元的负债，几乎无法维持收支平衡，我该从何处开始？**

从了解那项债务的源头开始。为何会有这项债务？是怎样累积到1.2万美元之多的？债务累积不是一蹴而就的，而是一个持续多年的过程。你不会一觉醒来就欠了1.2万美元的债，是你的选择导致了债务——用信用卡购买了太多东西。你买了那些堆放在衣柜角落里不穿的衣服，你买了豪车……你想和别人攀比。又或许你住在一个太贵的豪宅，你用信用卡在日用品商店购物。要想摆脱信用卡债务，就得控制消费方式，不要无节制地使用信用卡。检讨人行道式的生活方式，做出新的选择。不要让债务进一步增长，或者做得更好一些，将债务降低下来。买东西用现金付账，如果你无法支付现金，就不要购买。

然后，把重点放到你的收入上来，明白你需要赚更多的钱。如果你的生意

每个月能带来1.5万美元的收益，那个债务怎么会成为一个负担呢？不会的，它将永远不会成为负担。你只需要几个星期就能还清，不需要等几十年。收入就是解决问题的答案，同时暂时要减少支出，控制债务增长。投入一项基于需求的生意，用来扩大你的收入，运用快车道财富公式。是的，你应该动手做些别人不喜欢做的事情，要么马上去做，要么永远陷在债务泥潭里。

**MJ**，我妻子和我走在两条不同的路上。她是一个一辈子都走慢车道的人，算计着一分一厘，过着节俭的生活。我是一名连续创业者，想从生活中获取更多。我的问题是“连续创业”除了造成了关系上的困扰之外，没有给我带来成功。

你的太太是否读过这本书？如果读过，而且她既不赞同快车道理念，也不想参与其中的话，你为未来所做的决定可能会非常困难。你的伴侣是你一生的陪伴，如果你们不一致行动，很难跑在前面。对于我们的选择及其潜力来说，夫妻关系也具有重要作用。今天你的路与伴侣的路有1度角之差，多年之后，你们的道路之间的分歧就会变成90度角。

从我个人角度来说，我对于“还不错”的关系并不感兴趣，而是对能让双方都成为最好的关系感兴趣。我无从推测你们的关系有多强，只有你能那样做。你和你的太太是否能够就理念分歧达成某种形式的妥协呢？比如对于时间价值的看法？比如对于财务知识的重要性？比如将你的收入与时间区分开？比如寄生性债务的毁灭性影响？也许这些共同点能够让你们殊途同归，朝向一个共同的目标。

最后一点是，你的“分身术”可能会是一个问题。你是一个可以平衡10种不同机会的“一夫多妻制”机会主义者吗？你的生意就是一个伴侣。不要欺骗，把所有关注放在一项生意上。种瓜得瓜，种豆得豆。将时间分配在不同情人间，是缓慢获得收入和资产价值的做法。

**MJ**，你觉得房地产投资如何？你没怎么提到这个行业，它是快车道吗？

我认为房地产投资是“财富1.0”，是否是快车道，要看它是否满足5项戒律。也就是说，要看你是因为需求还是因为你了解房地产才成为房地产投资人。一个成功的房地产投资人之所以翻盖房子是因为需要那样做，之所以修建公寓楼，是因为周边有这样的需求。另外，房地产具有量级但缺乏规模。这意味着要想成功，你不得不致力于多个成功，实现连锁经营。一个小型物业不会让你成为富人，但是200个这样的物业是可以致富的。短短几年不会产生这样的效果，但是多年之后是可以的。我从未见过从事房地产行业的人中有22岁就成为百万富翁的。因为这是慢车道，资产价值累

积得不如你自创的生意快。资产价值受限于量级，因此最富有的房地产投资人不仅岁数大，而且他们主要关注大型物业。你不会看到唐纳德·特朗普修建单户住宅，他盖的是豪宅，这就是量级。房地产拥有可以与时间分离的特点，只有你可以确定是否房地产投资就是你想要的快车道。

**MJ**，你是说我不能靠每周工作4小时致富吗？

当然可以，因为你有自由决定权。如果财富对你而言就是钱包里装着100美元周游世界，而且你总有各种手段和计划、糟糕的客户服务、交易和其他方法达到自己的目的，那么尽可使用。如果你觉得可以靠着每个月1000美元养活自己和全家，也是你的自由。你问我是否曾经每周工作过4小时？当然有过，而且这种时候还很多！不同点是我之前做了很多工作才能够那样，而且我每个月不是只赚1000美元，而是10万美元。

我从未遇到过哪个百万富翁是从头到尾都是每周只工作4小时的例子。这是一条单行线：每周工作4小时是摇钱树的果实，但是每周工作4小时是无法种出摇钱树的！

**MJ**，合作营销怎么样？这是一条“快车道”吗？我认识一些人通过合作营销赚了钱。

合作营销违背了进入戒律和控制戒律，如果你可以颠覆那些限制，它也可以成为快车道。不幸的是，合作营销本身并不是快车道。我一直出于我对合作营销的看法，批评一些合作营销论坛。可笑的是，尽管我被视为“老顽固”，那些家伙仍然成天在网上闲逛，伺机将所谓的快车道产品（类似我们的产品）兜售给别人。

当然，我也知道很多合作营销商确实赚了大钱，这就像我不会否认有人买彩票也能发大财。是的，确实有一些网络营销商成了百万富翁。我的观点不是绝对的，我说的是可能性。然后，一旦你违背了控制戒律，就丧失了控制权。当一位合作营销商加入我的公司并让我营销商品，他就给了我控制权，而我降低了进入门槛。而当你违背进入戒律时，你必须是独一无二的。

虽然有合作营销商每月可以赚3万美元，但是有30万个这类营销商每月的收入不到100美元。同样，有人每月赚5万美元，就有50万人每月收入不足100美元。对于每个赢得100万美元的彩票中奖者而言，就会有100万个什么也捞不着的彩票购买者。这就是概率！如果你认为自己可以藐视概率而且例外的话，只管放手做去。那么我得恭喜你了！我可以想到几个例外的合作营销商确实身价不菲。如果你没有一个非常坚实的流程，这是不可能做到的！在非快车道领域的经验并不意味着快车道是无价值或应该回避

的。我只关注数学和概率问题，这就是我与别人的不同之处。合作营销是促进生意的一个强大机制，这就是为何我倡导建立大家都喜欢加入的合作项目，而不是加入合作营销。

**MJ**，你建议我辍学吗？

这取决于费用、你的成熟度、你的目标和上学的边际收益。如果你想成为一名医生、工程师或者护士，答案是肯定的，你需要上学！如果你想发明一个需要大量工程技术的产品，可能需要上学！

要留心教育奴役并且明白大学教育不是致富的先提条件，因为正规教育有时会起副作用。教育带来的速度因其目的和成本而有所不同。我接受了大学教育，没有什么遗憾。换句话说，我还会接受更多教育。

**MJ**，我的上线说你是个盗梦者，你对网络营销的看法是错的。

好吧，那你就继续听从他的建议吧。5年后再告诉我，你取得了什么样的结果。

**MJ**，我要养活老婆和两个孩子，无法辞去工作。我到哪里找到时间按你说的方法去做呢？

时间不是问题，愿望和激情才是。因为你身负责任，所以深陷其中。这就是慢车道战胜了你，让你不得不服从于它的安排。为了重获自由，你需要做出承诺，为自己和家人重新找到无限的激情。它将帮你找到时间，不管是一大早还是深夜，或者是周末，如果没有燃烧的激情，你的愿望只会成为一个兴趣，而不会变成一项承诺。做出承诺的快车道上的人创造财富，而只有兴趣的快车道上的人只会找借口。

**MJ**，当你买下第一辆兰博基尼时，你觉得开心吗？我在考虑买一辆保时捷。

汽车和其他昂贵玩具不会让你开心快乐。我在买下第一辆兰博基尼时，已经很开心了，而买车只是对自己的奖励（快车道充电器）。快乐来自获得成就的过程，而买车是奖励和一个结果。成就是一个过程，可以为你积累经验。快乐来自你为了达到既定目标不断获得成就的过程，而不是一辆车！当这些都变成现实时，你可能会惊讶地发现，那辆梦想中的车已经不那么吸引你了。

**MJ**，我是一名单身母亲，也是牙医，我怎样才能踏上快车道？

不管你从事何种职业，踏上快车道取决于5项戒律（需求、进入、控制、规模和时间）。你可以创设一项能够解决大规模需求的生意吗？在你现在的行当里（牙医），是否可以帮助几千人？如果你不能发现你这个行当的一个需求或者解决方案，那么你得再想远一点，扩大到全世界和其他可以这样做的领域。要记住，你不仅仅是一名牙医，你还是一个母亲，是女人，是女儿。有几百条路可供你选择。你最热心于什么事情？政治？自然生活？园艺？这其中有没有待满足的需求？如果你不能找出一条新路，就让一个需要答案的问题帮你找吧。

**MJ**，开创一项生意是有风险的，有什么方法可以将风险降到最低吗？

是的。做生意要有合适的理由，而这个理由就是填补市场空白，或者比别人做得更好。当创业者基于错误或自私的动机开始一项生意时便会有风险。要记住，陌生人并不在意你的梦想是什么，他们寻求满足自己的需要和欲望。在你介入没有明确需求、品牌或目的的生意时，风险将会累积。当你去做一项自己喜欢而不是需要去做的生意时，风险在累积。当你将生意的主要方面的控制权让给他人时，风险在累积。是的，因为创业者缺乏对生意基本目的的认知，而生意是为了解决问题和帮助跟随你的人，所以它是一个风险。利润是随后而来的，而不是先有利润。

**MJ**，显然你是一个控制狂。既然快车道依赖于被动的利息收入，而你又无法控制利率，你是怎样做的呢？如果利率为零，不是会让快车道失效吗？

是的，只要涉及我的财务规划，我就是一个控制狂，你也应该如此。如果你不掌控，就可能将自己的舒适和安全寄托在别人身上，而不是由自己决定。我同意自己无法控制利率，但是你的金额应该足够大，以适应利率的变化。即便在低利率环境中，我仍然能够找到安全和可预期的5%回报，因为我的观察范围是全球，而不是本地。如果你将年回报设定在10%，那是在愚弄自己，肯定会碰壁。把标准适度降低，以便为变化留出空间。

**MJ**，一个好的导师可以帮助致富吗？

导师如果只是提供指导而不是担任个人助理，会是非常好的资源。我曾有机会指导一些人，其中一些人对努力工作或付出不感兴趣，他们想让别人承担风险和处理整个过程。导师工作不是去外包整个流程，而是在你的致富过程中提供建议。好的导师可以为你提供助力！

**MJ**，你不是在虚伪地指责“物质上的奢侈”却同时用兰博基尼和豪宅这类东西鼓吹快车道致富吗？

我没有，因为快车道的核心不是买东西，而是有关自由，是可以自由地买你想要的东西。被束缚在你要的东西和买得起你想要的东西之间是有差别的。如果你可以甩出30万美元买一辆车而不用为此担心，那就去买好了。

**MJ**，我身陷慢车道中很难脱身，白天我要摆货架，晚上要去刷盘子，似乎没办法取得进展。

首先，从你的理念开始改变吧，因为它们会为你指明未来的选择。如果你想有所成就，就要相信自己可以进步。你必须选择开始行动，并从一个简单选项入手。起步可以帮你做出更好的选择，而你要做的第一件事就是分析你过去所做的选择。为何你现在是这个样子？你是怎样对待生活的，导致你现在不得不去洗盘子？

其次，你需要认真想想如何才能用你的智慧帮助其他人。如果你缺乏智慧，你需要获得它。通过充分学习和应用，你也许可以成为某个方面的专家。不幸的是，这种投入是有代价的，通常要关掉电视机，为了更好的未来而牺牲眼前的快乐。我不介意你现在是干什么的，如果你解决了其他人的需求，就可以解决你自己的问题。

# 附录B 40条快车道指南

1.不要认为快速致富不可能。

2.不要让慢车道埋葬我们的梦想。

3.不要让慢车道鼓吹者用他们的教条玷污我的真理。

4.不要采用慢车道作为你的计划，但可以把它作为计划的一部分。

5.不要为了换取周末就出卖灵魂。

6.不必期望或以为做一名司机就能致富。

7.不要为了省钱浪费自己的时间。

8.不要把时间放在控制财务计划上。

9.不要放弃对财务计划的控制权。

10.不要以为时间很充裕。

11.不要关注结果，而应关注过程。

12.不要接受那些鼓吹一套方法，实际上却依靠其他方法致富的大师们的建议。

13. 不要用复利致富，而要用其获得收入。

14.不要忽视金钱的被动性。

15.毕业后不要停止学习，而应该开始自我教育。

16.不要让生活被寄生性债务缠住。

17.不要站在消费者的角度，要转做生产者。

18.不要否定梦想成真的可能性。

19.不要追逐金钱，要找到需求。

20.不要用爱作为激励，而要用热诚。

21.不要盯着我的花费，要看的是我的收入。

22.不要让自己最后一个收到钱，你要第一个拿到收入。

23.不要做大家都在做的事情。

24.不要相信每个人，但要给他人证明自己的机会。

25.不要放弃对自己生意的控制权。

26.不要搭便车，要争取自己驾驶。

27.不要把自己限制在有限规模和细小空间中经营。

28.不要轻视选择的力量。

29.不要像一只池塘里的孔雀鱼，要像大海里的一头鲨鱼。

30.不要先消费，要先生产后消费。

31.不要轻易涉足无壁垒或进入门槛低的生意。

32.不要投资于别人的品牌，要投资自己的。

33.想法不能只是说说，重要的是去实施。

34.不要为了其他利益相关人而放弃客户。

35.不是打造业务，而是建立品牌。

36.不要关注产品特点方面的营销信息，而要关注它能为客户带来的好处。

37.不要做多头兼顾的机会主义者，要聚焦！

38.不要像下跳棋那样做生意，要像下象棋。

39.不要超过自己的能力范围生活，但要寻找机会扩展自己的能力范围。

40.要具备基本的金融知识。

图书在版编目（CIP）数据

百万富翁快车道／（美）MJ·德马科著；郑磊，王占新译. - - 北京：中信出版社，2017.5
书名原文：The Millionaire Fastlane: Crack the Code to Wealth and Live Rich for a Lifetime
ISBN 978-7-5086-7061-4
I. ① 百… II. ① M…② 郑…③王… III.①经济学-通俗读物 IV. ①F0-49
中国版本图书馆CIP数据核字（2016）第287498号

百万富翁快车道
著者：［美］MJ·德马科
译者：郑磊 王占新
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）
承印者：中国电影出版社印刷厂
开本：787mm×1092mm 1/16
印张：27
字数：300千字
版次：2017年5月第1版
印次：2017年5月第1次印刷
京权图字：01-2016-9674
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978–7–5086–7061-4
定价：69.00元
版权所有· 侵权必究

# 祖鲁法则

# BEYOND THE ZULU PRINCIPLE

Extraordinary Profits From Growth Shares

## 成长股投资要义

Jim Slater

[英] 吉姆·斯莱特 著

马斐儿 张洞 译

ZULU

投资者战胜市场的宝典

英国传奇投资大师毕生投资心得

中信出版集团

# 祖鲁法则

[英]吉姆·斯莱特 著

马斐儿 张洞 译

中信出版集团

# 目录

前言

第1章 成为选股专家

以击败机构为目标

投资俱乐部

《祖鲁法则》

REFS

总结

第2章 选择成长股

投资的三大方法

一位杰出的投资者

成长股的案例

市场是一个整体

选股比择时更重要

总结

第3章 如何定义成长股

正确的板块

竞争优势

管理能力

每股收益的增长

总结

第4章 市盈增长比率

正确的比较

未来12个月的滚动指标
检验预测的有效性
经纪人的共同预期
总结

第5章 筛选标准——市盈增长比率
对市盈增长比率进行检验
回避市盈率过高的公司
总结

第6章 现金流
强大现金流的优势
构建现金过滤标准
资本支出
总结

第7章 相对强度
第三个筛选标准
进一步的证据
关于相对强度的更多信息
技术分析
总结

第8章 管理层分析
考察管理层的几种方法
首席执行官变更
董事的股票交易
总结

第9章 竞争优势
正确的行业
关键数据
已动用资本回报率
排除无形资产
投资回报
营业利润率
总结
第10章 公司其他财务指标
杠杆率
四种投资工具
总结
第11章 每股收益预测
股票经纪人共同预期的修正
克隆
总结
第12章 其他投资指标
小市值
另类投资市场
新兴公司指数
富时小盘股指数
富时中盘250指数
富时100指数
非指数公司
诱人的分红

买入自己公司的股票
一些新变化
市销率
总结
第13章 股票经纪人
第14章 成长股选择综合应用
筛选标准分类
装满箭的箭筒
总结
第15章 投资组合管理
选择多少只股票？
状况已经变了吗
相对强度
止损
个人持股计划
记录文件
总结
第16章 牛市与熊市
熊市的信号
牛市与熊市的特点
总结
第17章 科技股
互联网
五种主要类型

不同的估值方法
市销率
市研率
研发支出
利润率
使用费雪方法的案例
总结

第18章 周期股
关于购买周期股的更多提示
总结

第19章 祖鲁法则精要

附录

致谢

# 前言

《祖鲁法则》解释了投资时专注于某一领域的重要性。想成为所有方面的专家是不可能的。最好的策略是专攻一个细分的领域，并成为该领域的专家。

我一直专注于小市值股票，原因是显而易见的：

首先，大多数投资者对它们的研究都不够充分，因此你能做出更为有利的交易；其次，总体来看，这些股票的表现比大盘股要好得多。事实上，在过去的50年里，小市值股票的收益超过了整体市场的8倍。

在本书中，我概述了自己1992年的投资方法。尽管从那时起，我就不断对我的方法进行改进，但本质上，它们还是一样的。

首先，我寻找风口。我的意思是，要把注意力集中在一个前景非常好的领域。你如果在错误的时间做错误的事，就肯定会赔钱。如果你在正确的时间做正确的事，那么不赚钱都很难。

判断你投资的业务的前景是否良好的方法之一，是要确保你所看好的行业和股票的相对强度在上一年与整个市场相比是非常积极的。这是我经常会反复检查的一项指标，以确保一切都还在正轨上。此外，我还会打听是否有内部人士知道一些还没被公布的、可怕的消息。

我专注于成长股的投资，正如我解释的那样，我更喜欢市值小的公司，为了说明这一点，我创造了这样一句话：大象不会飞奔。此外，我也在寻找买入价相对便宜的股票。这是通过比较预期市盈率和收益的预期增长率来确定的。在理想情况下，我希望确保标的股票的预期市盈率远低于增长率。例如，如果一家公司收益的年增长率为30%，那么15倍的市盈率就很有吸引力；如果其年增长率仅为5%，那么同样的市盈率，公司的吸引力就非常低。每年30%的增长率以及15倍的市盈率对应的是低得诱人的、只有0.5的市盈增长比率（市盈率相对盈利增长比值）；如果一家公司的年增长率仅为5%，那么市盈增长比率就是高不可攀、毫无吸引力的3.0。

当我写《祖鲁法则》时，把市盈增长比率指标作为投资工具的潮流还刚刚处于起步阶段。现在，把市盈增长比率指标作为投资工具已经司空见惯，并被大多数金融机构采用了。

仅仅看一年的收益增长是不对的。公司应该有一个合理的历史成长记录，

这一点至关重要。公司应该至少有两年的历史收益增长，并有两年的预期收益增长，过去三年有收益增长，以及未来一年预期有收益增长也是可以接受的。任何达不到这种条件的情况，都不能让我们确定公司收益真正有增长，谁知道这是不是艰难状况下的短暂复苏呢？

另一个非常重要的投资标准是确保每股现金流超过每股收益。很多公司表面看上去都很好，直到分析公司账目的时候，你才会发现问题，它的每股收益没有相应现金流做支撑，这代表虚幻的利润。通常确保每股现金流能超过每股收益，可以让你避开安然这样的公司。

还有一个重要的投资标准是确保董事没有出售他们公司的股票。只要有一个董事在卖出他们公司的股票，就足以让我对该公司完全失去兴趣，即使公司的统计数据看起来令人感到振奋。相反，如果有几位董事在买入公司股票，这将是非常积极乐观的信号。如果首席执行官和财务总监都在买入公司股票，那么更要注意。他们应该能确切地知道企业内部发生了什么，看到他们和你在同一战线上，这总是一件令人欢欣鼓舞的事情。

综上所述，你必须对优秀成长股的构成有一个清醒的认识。下面几条是我总结的令我受益匪浅的成长股的特点：

- 强劲的历史增长记录
- 乐观的商业前景和利润预期
- 相较预期增长率，公司的市盈率较低
- 强劲的每股现金流远超每股收益
- 适度但不过度的杠杆
- 上一年为正数的相对强度
- 董事买入

尽管投资的前景总是充满了不确定性，但你一定要有这样的信心：有了这种方法，并佐以REFS的帮助，你应该能够以相当大的超额回报击败市场。

愿你永远充满力量！

吉姆·斯莱特

# 第1章

# 成为选股专家

好的投资策略往往与那些传统智慧背道而驰，所以让我首先说明一下，这本书不适合哪些人。也许你已经准备好了自己的养老金，也买了人寿保险，也许还有一两只投资信托基金。如果你对这些投资提供的稳定、相对安全的收益感到满意，那么这本书可能不会使你感兴趣。

这些低风险的投资方式，以及它们与整个股市大致相当的业绩表现会让你安心。如此，你可能不想花太多时间担心你的财务状况。

请不要误解我，上述这种做法并没有什么错——每个人都需要为他们自己和他们关心的人提供一个稳定的财务基础，并不是每个人都准备投入大量空闲时间去投资。

但是，如果你想要的回报率超过投资信托基金等被动型投资所能提供的平均回报，如果你准备每周留出几个小时来获取这些超额回报，如果你像我一样相信自己会乐在其中，那么本书就是为你而写的。

近年来，我花了大量时间改进自己对投资的看法，而且我现在对得出的结论感到非常兴奋。把投资理论付诸实践，让我得到了可观的回报。我希望在读了本书之后，你也能有所收获。

在本书里，你是找不到快速致富的公式的。但我真的相信，你一定能发现一个经过考验的投资方法，它将带给你机会，让你能年复一年地用显著的超额收益击败专业投资者，并战胜市场。在这一过程中，你也会收获大量快乐与满足。

## 以击败机构为目标

大多数人的第一个想法都是，追上专业基金经理的业绩是不可能或者很难的。毕竟，基金经理把毕生的精力都投入对投资的研究之中，他们应该是这方面的专家。但是，请记住，投资经理并不一定能与其他行业的顶尖专家比肩。与医生、律师、建筑师和会计师不同的是，投资经理不需要经过5年或更长时间的学习，不需要阅读数百本与本学科相关的书籍，也不需要通过一系列艰难的考试。在投资管理行业中，投资经理即使不具备理论

知识，也没有取得任何职业资格，也都有可能继续从业。因此，对于个人投资者来说，与机构投资者竞争并不像乍一看那样困难。

所有投资者在试图战胜市场时都有劣势。与指数基金投资不同，投资者必须支付交易成本，众多机构管理的基金还要向投资者收取初始费用和年度管理费用。你可能会惊讶地发现，对于机构投资者来说，这些障碍导致了惨淡的业绩数据——只有不到10%的基金经理能够持续战胜市场。即使是在公平竞争的环境之下，机构投资者也是容易被打败的。事实上，在某些领域，个人投资者拥有先天的优势。

沃伦·巴菲特可能是世界上最成功的投资人了，他很好地总结了这些机构投资者的问题："鼓鼓囊囊的钱包是取得卓越投资成果的敌人。尽管有和以往一样多的好企业，但我们无法买入与（我们的）资本不相匹配的公司股票。我们只有在可以投入至少1亿美元的时候，才会考虑购买这样的证券。这一最低投资额，大大缩小了我们的投资空间。"换句话说，有些公司规模太小，以至机构投资者分身乏术，即使他们相信投资这些股票的回报将远高于市场。

私人投资者的投资空间比任何机构都要广泛。这是一个巨大的优势——由于可投资金较少，他们可以在较小的公司中进行有意义的投资。正如你稍后将看到的，这种投资需要专业知识，也蕴含着更大的风险。然而，在过去近40年的时间里，平均来看，小公司的股票每年的收益率比整体市场要高4%。这听起来可能不算什么，但在过去75年里，股票（含股息再投资）的平均回报率约为每年12%。这时，额外4%的收益率将把整体投资业绩推到更高的水平。以每年12%的速度增长，投资需要6年时间才能翻番，但以16%的速度增长，投资翻番仅需4.5年。

因此，个人投资者的第一个优势就是规模，第二个优势则是分散性。没有多少机构需要像沃伦·巴菲特那样投入那么多资金，但在英国，有几家投资信托公司管理着数10亿美元的资金。当然，管理1亿英镑的公司就不会令人感到稀奇了，但这会导致典型的信托公司的投资组合必须分散到至少500只股票上。个人投资者知道，即使是只有10只股票的投资组合，投资者的第一选择还是比他们的第十选择要好。显然，他们的第10个选择要比他们的第100个选择强得多，而第500个选择甚至都不值得进行比较。

事实上，我们在英国很难找到100只主要的成长股。大多数积极的个人投资者在任何时候投资10家左右的成长型公司就够了，此时，他们就比机构投资者拥有更大的优势。

个人投资者的第三个重要优势是，他们的"能力圈"可以更好地在小型投资组合上发挥作用。每个人都了解一些特别的领域，这可能源于一种爱好或

兴趣。你了解某件事可能是由于工作，或者仅仅因为注意到当地环境中发生了什么。例如，计算机爱好者可能会意识到网络的新发展，保险经纪人会了解Lloyds（英国最大的一家住房抵押贷款银行）面临的问题，并了解业内最有可能被收购的公司，大多数人会注意到当地的一家新餐馆或商店是否越来越受欢迎，或者附近的一家工厂是正在裁员还是在大规模扩张。

每个人都有一个能力圈，但积极的个人投资者可以将其应用于投资组合中相对较少的股票上，因此能力圈的影响可能很大。机构投资经理人的能力圈可能更大，但他的投资组合中包含的股票数量太多，从而造成他们能力圈的影响被稀释。个人投资者的能力圈就像抹在一片烤面包上的黄油，而基金经理的能力圈则像抹在数百片烤面包上的黄油。

## 投资俱乐部

投资俱乐部可以为个人投资者提供绝佳的帮助和灵感来源，与他人分享乐趣可以增加自己的乐趣，还能提高自己的业绩。会员的法定人数最多为20人，其中可能包括餐厅经理、律师、会计师、房地产经纪人、已婚妇女，可能还有公关人员。这些人中的每一个都会将他们自己的能力圈带到团队中，从而增强团队的整体实力和专业能力。

加入投资俱乐部还有其他好处。每个俱乐部里总会有一杆“更快的枪”——一个比其他成员更了解投资的人，可以提升整个团队的知识水平。而且，在投资俱乐部里，遵守投资纪律和从其他成员那里获得精神支持将变得更容易。最后，加入投资俱乐部可以共享信息，分担必要的投资服务成本，比如REFS（由本书作者创立的一个提供股票相关信息的服务公司），从而将每个成员承担的信息获取费用降低到一个可以负担得起的水平。

## 《祖鲁法则》

个人投资者也可以通过运用《祖鲁法则》中的投资建议来发挥他们的投资专长。《祖鲁法则》是我的第一本关于投资的书，也是我在看到我妻子阅读《读者文摘》中关于祖鲁族的一篇4页的文章后受到启发想到的。结果，几分钟之内，她比我对祖鲁族的了解还多，这也让我突然想到，如果之前能从当地图书馆借阅所有有关祖鲁族的书，她就会成为萨里大学的顶尖专家。如果后来能被邀请留在祖鲁部落，再在约翰内斯堡大学学习6个月的祖鲁族历史，她就将成为研究祖鲁族的世界顶尖专家之一。

其中的关键是，我的妻子必须做不对称的努力，才能尝试在一个非常狭窄的问题上成为一个相对专业的人。她使用的是激光束而不是霰弹枪。在这

种狭隘的背景下，她的智力和其他资源将被最大限度地利用。投资也是如此——专注于一种方法，比如购买成长股或成长类资产，或者专注于某个特定行业。这样，你将成为你所选择的领域中相对优秀的专家。你如果想看到房间里其他人的头顶，就需要比其他人高6英寸[1]，应用《祖鲁法则》中的投资建议可以帮助你增加额外的6英寸。

我建议，对于大多数个人投资者来说，他们选择的第一个（也可能是最后一个）专业领域应该是成长股。这是迄今为止可以获得最高回报的投资领域。成长股的上行空间是无限的，如果选择了合适的公司，那么这些股份你可以持有多年，其间，它们的价格也会增长到你买入时的很多倍。

周期股是另一种不同的投资。其目的是在周期的底部买入，然后在顶部附近卖出。其中的主要问题是如何把握时机，然后决定何时进行再投资。

投资成长股要比周期股轻松得多，所以这本书将集中在成长股投资上。

毫无疑问，刚开始进行投资时，明智的投资者都会尽可能多地阅读有关投资的书。在其他领域，比如化学、医药、法律和会计等领域，来自英国的书非常多。但是，投资与这些学科不同——美国作者的优秀投资作品非常多，英国作者的作品几乎没有。可能因为美国人更渴望赚钱，这已经成为他们国家文化的一部分了，也可能因为英国人认为投资这门学科枯燥又无聊。不管原因是什么，为了深入挖掘投资策略和技巧，我们必须依赖那些从美国进口的书。

大多数没做过饭却想成为烹饪高手的人都会或多或少地看一些菜谱，投资也一样。在投资之前，你应该尽可能多地阅读这个学科领域的书。记住，在盲人的世界里，独眼者就是国王。

在投资领域，有三本英国作者的书值得阅读：伯纳德·格雷撰写的《投资初学者入门》、迈克尔·布莱特所著的《怎样读懂财务报表》以及我写的《让投资变得简单》。这些书都能让你打下扎实的投资基础，而且你都可以买到纸质版。我假设读者在看本书前已经至少读过上述三本书中的一本，并理解了很多名词的含义，比如市盈率、股息率以及报表注脚。我还假设读者已经读过了之前的《祖鲁法则》或其他同一类型的投资类书籍。这些假设能让我的写作更加轻快，避免在那些基本概念上花费太多时间，也避免使较专业的读者读起来感觉昏昏欲睡。

## REFS

除了一些通用的投资策略与技巧建议，积极的个人投资者还需要每月或每

季度定期的、可靠的投资数据支持。我联合了海明顿·斯科特公司、城市数据公司、研究机构以及《汉布罗公司指南》的出版社，创立了新服务咨询公司REFS，以满足投资者的需求。我不认为在本书中给REFS做广告有不妥之处。在我看来，对于很多使用了这项服务并享受到它成果的投资者来说，REFS都绝对是投资工具中的不二法宝。个人投资者现在可以一站式获得所有金融数据以及其他需要的信息。REFS覆盖了所有公司（不包括投资类信托）信息，并将其以非常容易理解的方式传递给你，它包含一个表格以及公司近5年的金融数据，所有内容都在一页纸上。此外，只要有相关信息，REFS就会给你提供股票经纪人对未来两年的一致预期、每个股票经纪人的预测，以及他们买入、卖出、持有的具体细节。

表格还囊括了最近6个月的董事交易、本月经纪人一致预期的变化、首席执行官变更信息以及超过80页的图表，以帮助你识别公司的异常投资。表格中包括了市盈率、市盈率增长因子、净资产、现金流、股息率等有价值的信息以及详细的行业数据，它们着重显示每一家公司在同类型公司以及整个市场中所处的地位。

我在研究、设计REFS的过程中也受益匪浅，为此修改了很多之前的标准。在本书中，我不会把精力放在思想变化上。大多数情况下，我只会给你描述我当前的想法。

在后面的内容中，我会向你展示卓越的成长股的特征，并指导你如何辨别、估值、选择以及判断何时卖出。我会在竞争优势以及牛市、熊市一章中重复《祖鲁法则》中的部分内容。我对这两个主题的观点几乎没有变化，但我希望本书能够自洽。在其他方面，我几乎把《祖鲁法则》中所有关于成长股的内容都做了更新。

我相信本书的读者能够获得对成长股更深层次的理解，从而在以后的投资中更好地找到它们，用显著的超额收益战胜市场。

## | 总结 |

1 个人投资者的三个优势可以帮助他们战胜专业投资机构：

（1）他们的资金量较小，从而可以投资规模更小的公司。

（2）个人投资者选出的前10只股票通常就可以把投资组合填满，而机构投资者必须要投资上百只股票。

（3）个人投资者的能力圈更适合应用在较小数量的投资上。

2 加入投资俱乐部是一个绝佳的提升投资知识、拓宽能力圈的方式。

3 专注并应用《祖鲁法则》中的投资建议会让你受益匪浅。本书将集中讨论成长股，从而帮助读者成为选股专家。

4 尽可能多读书。你如果还没有开始阅读，就从下面三本书中挑一本吧：伯纳德·格雷的《投资初学者入门》、迈克尔·布莱特的《怎样读懂财务报表》以及我写的《让投资变得简单》。三本书都有纸质版。我还建议你读一下《祖鲁法则》，或至少阅读一本有关投资的书。

5 REFS是我为了积极的个人投资者创立的投资服务公司。每天都有在线内容发布，每月或每季度也有纸质版内容发布。REFS可以给你提供定期、可靠以及容易理解的投资数据，这些都是有效投资中必不可少的信息。

6 为了让本书自洽，书中会重复一些我在上一本《祖鲁法则》中写到过的内容。其他内容都是我最新编写的、关于成长股的思考。这些思考可以替代上一本书中的内容。

---

[1] 1英寸＝2.54厘米。——编者注以下未特别标示的脚注均为作者原注。

# 第2章
# 选择成长股

## 投资的三大方法

投资的方法多种多样，从本质上看没有哪种更胜一筹，但我还是会建议个人投资者重点学习一种主要方法。这样，他们可以学习得更快，并且能在几年内成为他们所选方法领域内相对内行的专家。

### 三种主要方法：

**1.**成长股

选择那些有出色成长前景的股票，并且享受它们带来的附加价值，比如年复合增长的每股收益。

**2.**资产状况

买入那些按照资产净值算，股价低于企业内在价值的公司股票，或者在更极端的情况下，股价低于公司的流动资产净值的公司股票。

**3.**技术分析

基于价格波动、动量和图表进行股票买卖，而不管这些公司的财务基础如何。

人们常常将成长型投资和价值投资区分开来，因为价值一词意味着对净资产的折价，但这仅仅是一个最简单的区别。我认为自己是一个偏成长股的投资者，但我的方法本质上是在我选择的成长股范围内寻求价值。我运用的方法和传统价值投资者判断价值的方法不同，在之后的章节中我会详细介绍我是如何计算每股价值的。现在，我的方法能让你看到一只股票的价值就够了。在可比较的增长水平下，一家公司的市盈率比同行业其他公司或者整体市场平均水平低，就是有价值的。在其他条件相同的前提下，公司的市盈率相较增长率越低，在我看来，这只股票就越有吸引力。

这种方法还提供了安全边际，因为如果市场预期不高，那么我们也会少些失望。在成长股中寻找价值提供了一种“双击”投资：当价格异常被纠正时的短期收益，以及当利润复合增长时的长期收益。

投资那些潜在价值被低估的股票是一项具有长期回报的策略，但是收益有可能波动，因为股价上涨通常是因管理层变动或者公司并购等引起的，但不管哪种都可能需要几年时间。成长类股票投资比资产状况投资在减免税收方面更有效。一旦股价涨到公司资产的潜在价值，大多数价值投资者会变现退出，转投其他股票，而由于收益被释放，则需要支付应纳税额。

相比之下，出色的成长股要比资产状况好的股票走得更远。因此，只要持续持有，对成长股进行纳税就可以被视作来自政府的免息贷款。税收以及“双击”投资是专注于成长股的两个很好的原因，当然还有其他原因，比如长期积累的利润规模等。下面我会用有史以来最优秀的成长股之一举例说明。

### 可口可乐的故事

可口可乐公司1919年以40美元/股的价格上市，但由于蔗糖价格的疯狂波动，其股价在一年之内就跌至20美元/股。自那以后，我们经历了1929年、1974年和1987年的金融危机，一些战争以及几次市场萧条。尽管经历这些变迁，可口可乐公司的股价还是持续不断地上升。最初40美元/股的投资，通过红利再投资，到1996年年初，已经超过400万美元/股。

## 一位杰出的投资者

成长股的投资者还会被安妮·谢伯的故事激励，她从美国国税局退休后，于1944年在股市投资了5 000美元。到1995年她101岁去世时，当年的5 000美元已经增长为2 200万美元。

安妮·谢伯的证券经纪人说她专注投资拥有商业特许经营权的龙头成长股——可口可乐公司和先灵葆雅公司。她的交易并不频繁，年复合收益率超过18%。

美国有大量商业特许经营公司，这是拥有竞争优势的一种公司形式，我将在后面的章节中详细阐述。美国的国内市场比英国大得多，美国的一些特许经营公司，如麦当劳、可口可乐、迪士尼和微软，都非常强大，它们现在遍布世界各地。对于这样的公司，投资者可以将目光放得更加长远。

在英国，我们就没那么幸运了。英国的国内市场比美国小很多，很多本土

的成长型企业很快就达到了饱和状态。但是，一些英国公司多年来也是真正的赢家。比如能多洁的股票就是一只杰出的成长股。你23年前投资1万英镑，今天这笔钱就会变成82万英镑。与此同时，你若投资1万英镑在雷卡，即使不考虑沃达丰和集宝从母公司剥离时给予雷卡股东的股票价值，其现在的表现也会更好——价值150万美元。在这两个例子中，股利都有可能大量且持续地增长，如果利用它们再投资，将会极大地增加未来的回报。

如果在能多洁和雷卡创立的初期，你没能参与投资，你可能感觉自己已经错过了这次赚大钱的机会。但别绝望，还有其他许多公司才崭露头角，你还是有机会的，它们当中有的会成为未来的商业巨头。

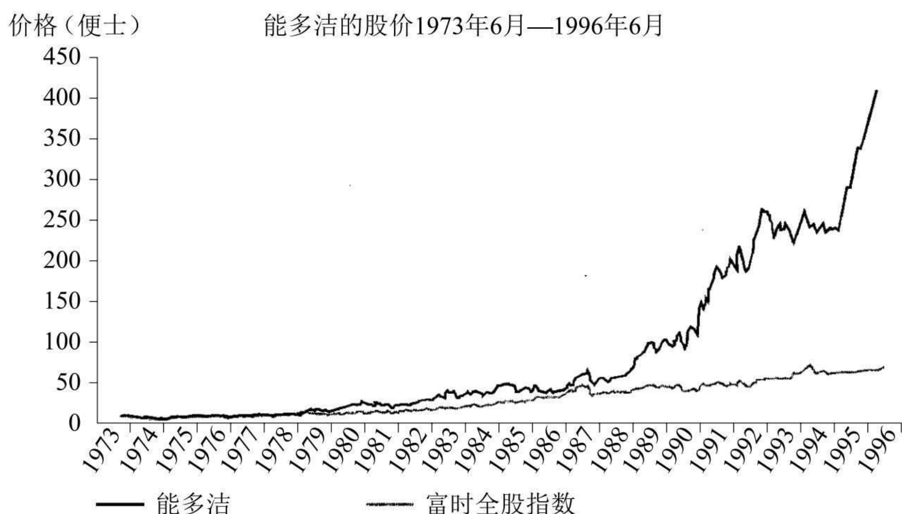






图**2-1** 能多洁和雷卡在**23**年间的股价变化

## 成长股的案例

可口可乐的故事、安妮·谢伯积累财富的方法以及英国公司能多洁和雷卡的例子都表明了投资成长股的长期收益是巨大的。安妮·谢伯的经历也说明了复利投资的力量，也许年化18%的收益并不令人感到惊讶，但这个收益率

每4年就可以让你的财富翻一番，所以她通过40年将5 000美元变成了一笔不小的财富。

基于这些原因，我推荐将投资成长股作为一个稳定的投资方式，其上行空间无限，并且只要稍加注意，你也可以将下行风险控制在最低程度。本书的内容是关于成长股极其出色潜力的，但我将要展示的选股方法有多方面影响。技术分析、基本面方法是两个主要的分析方法，现金流以及其他重要因素，如董事买入等都加强了技术分析的可行性，使之成为一种独特且强有力的投资方式。

## 市场是一个整体

我在会议上最常问一个问题："你觉得股票市场未来会怎样？"我也常常会想起摩根大通回答电梯管理员的那个问题。这位年轻人等了整整一年，希望能有机会与摩根大通单独待在电梯里，当这一天到来时他问道："先生，您能告诉我股市今天会有何种表现吗？"摩根大通思索了一会儿答道："它会波动，我的孩子，会波动。"

这个简短的回答说明没人能预测股市会涨还是跌。牛市总是需要翻越忧虑之墙，所以，从定义上讲，投资者在投资时通常很焦虑。相反，如乔·格兰维尔所说："熊市通常会在公众充满信心的睡梦中突然袭击。"

市场未来可能发展的方向通常有一些征兆，我将在第14章谈到。同时，请记得成长股投资应更侧重选股而不是择时。

## 选股比择时更重要

几年前，我读过美国的威斯伯格所写的一篇很有趣的研究文章，文章支持了关于选股的观点，它追踪了两名对投资相当有天赋的投资者的财富状况：A先生能够完美择时，B先生却总是满仓最佳行业。两位投资人的起始资金都是1 000美元，都是从1980年3月31日开始至1992年9月30日结束。A先生共进出股市9次，每次的时间都很精准，他最初投入的1 000美元增长到了14 650美元。

而B先生，他总是满仓投资于最好的行业，他的1 000美元增长到了62 460美元。同一时期，1 000美元投资到标准普尔500指数中，仅仅能增长至6 030美元。A先生与B先生取得的成效很难被模仿，但是他们的例子也清楚地展现了选股比择时重要得多。

自1919年以来，英国股市收益平均每年比存款利率高出6%以上，大多数

年份里，现金都是一类贬值资产，而优质的成长股是升值资产，并且能远远抵消通货膨胀的影响。本书的主要目的是告诉个人投资者如何识别及选择优质的成长股，并且保证他们了解如何以合适的价格买入，以获得最大回报。一旦投资者对他们选股的分析能力更加自信，在任何时刻，他们都不用再担心市场的波动。

## | 总结 |

1 成长股是一个值得关注的优质投资领域，将《祖鲁法则》中的投资建议应用在成长股投资，你基本可以成为一名专家。

2 选择正确的成长股，在复利力量的帮助下，未来的收益确实非常可观。

3 可以通过买入与预期每股收益增长率相比拥有低市盈率的成长股，建立“安全边际”。

4 经营利润，除了极少数例外情况，这一指标是很有意义的。

5 完全不用将时间花费在担忧整体市场上，投资是一种特殊的艺术，选股比择时重要得多。

# 第3章

# 如何定义成长股

我们用“成长”这个词形容那些每股收益年复一年以高于平均速度增长的公司股票。尽管成长型企业经常进行收购，但保有潜在的良性增长能力才是良好的成长型企业应具有的显著特征。每股收益增长和股价增长就像双胞胎一样关系密切。

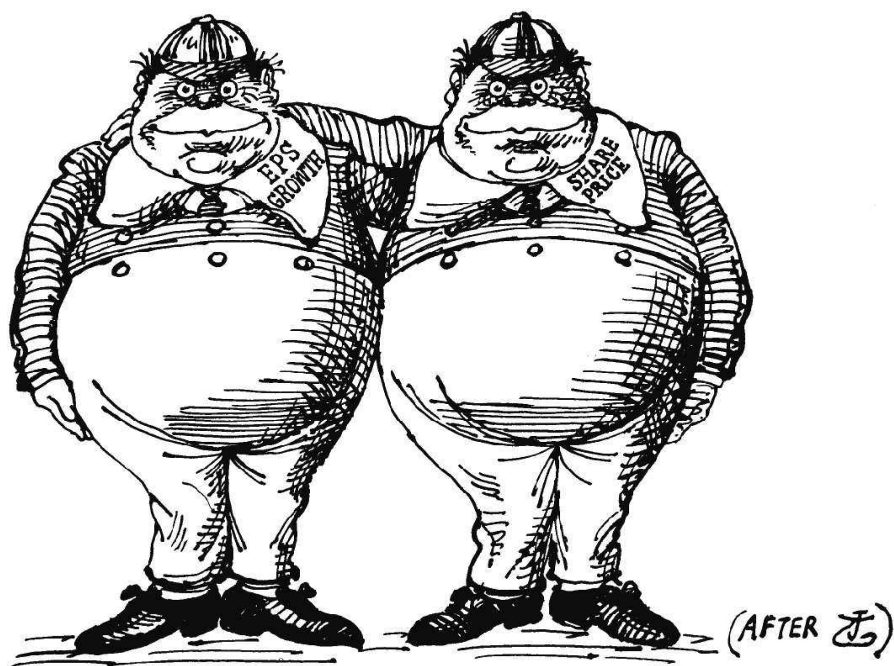



图3-1 每股收益增长与股价增长就像双胞胎一样关系密切

当然，成长股偶尔也会在每股收益方面遭受挫折，因为所有公司在某种程度上都具有周期性。即使那些最好的成长型企业的业绩也会受到经济形势的影响，只不过它们不像周期股那么容易受到影响。

利率的水平和趋势是对经济影响最大的因素。强周期股通常会受益于下行的利率环境，因为在适当的时候，低利率能刺激经济。相反，利率上升的

时候则是强周期股的艰难时期，许多周期股的利润会在此期间受到重创。相比之下，成长股更能摆脱经济短期波动带来的影响。

## 正确的板块

在大多数周期板块中，很少有成长型公司，如建筑建造、商业材料、造纸、包装印刷和工程等行业。汽车经销商和钢铁生产商也都处于经济的末端，当利率上升时，它们通常是最先遭受损失的企业。在某些情况下，它们会在严重的经济萧条期遭受惨重的损失，从而难以坚持到下一次经济繁荣期。

我最喜欢从制药、医疗保健、媒体、技术支持、金融、酿造、酒吧和餐厅以及综合零售行业等板块中寻找成长股，偶尔你也可以在这些板块之外找到一些成长股，但这样的股票数量非常少、非常稀有。工程行业中的哈尔马公司和德鲁克控股，以及工程车辆行业中的第一技术公司都是例外。

造船业、汽车制造业和机械工具制造业，现在已经让位给诸如技术服务等板块，这些板块中包括许多伴随着计算机技术发展而增长惊人的公司。传媒行业则受益于电视数量的爆炸性增长，以及之前各自独立发展的计算机和电信技术的融合。在制药行业，投资者已经不再对生产碳酸氢钠的公司感兴趣，他们正寻找开发未来药品的企业，比如开发治疗艾滋病、乙型肝炎、癌症、关节炎等药物的公司。这就像与佩森这样生产最好的掌上电脑的公司相比，我们无法对一家生产日记本的公司提起兴趣。

当然，虽然零售行业会受到经济周期的影响，但即便是在最困难的时期，该板块的一些成长股仍然表现良好。很多时候都是因为它们有能力复制自己的业务。一旦发现门店或专卖店的成功方法，它们就可以在全国各地进行推广。伴随着不断新增的分店，它们每股收益的增长通常都非常可观。但是，当业务达到饱和时，麻烦就来了。这时，它们可能会被吸引去尝试多元化业务，或复制国外的成功模式，但通常这种模式不会进展得很顺利。

从下表中可以看出，从长远来看，面向未来的行业比强周期性行业表现得要好。下图显示，过去15年中所选板块的回报百分比差异很大。

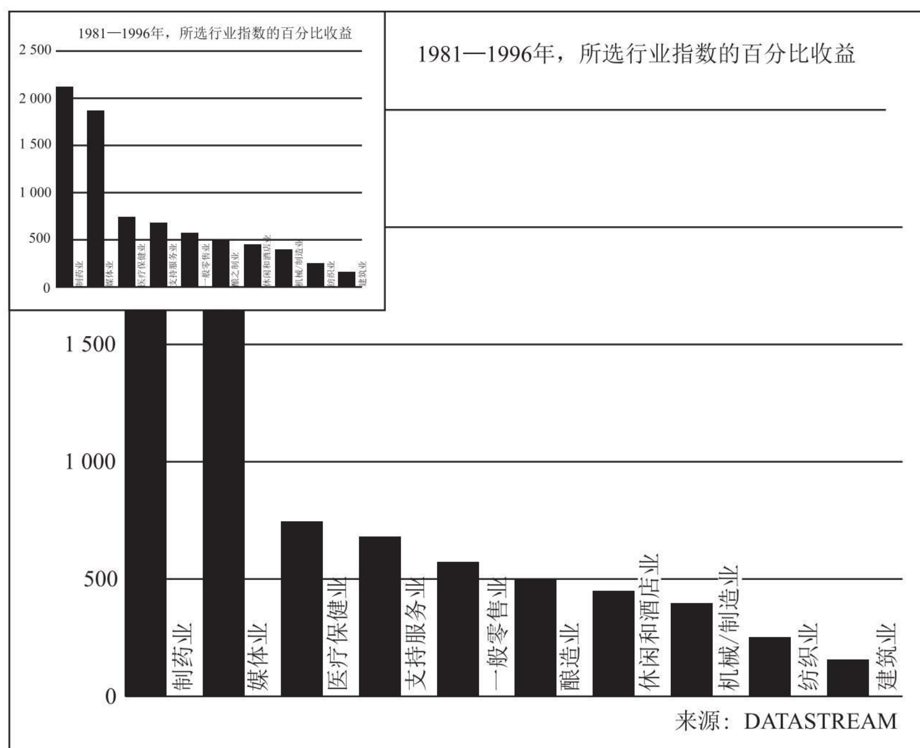



图3-2 1981—1996年，富时全股指数中所选行业的百分比收益

## 竞争优势

还有一些重要原因导致了在制药和医疗保健行业容易产生优秀的成长型公司的现状。在很多情况下，这些公司具有自己的竞争优势，因为它们拥有在国际范围内都十分有吸引力的专利药品。其他的成长型公司，比如玛莎百货和莱克斯特公司，它们受到强大的品牌名的保护。一些电视公司则受到政府特许经营权的保护。是否拥有竞争优势是一个非常重要的投资因素，因此我们会在第9章进行更为详细地解释。我不想现在只停留在对竞争优势的讨论阶段，因为我的方法是先找到股票的硬指标，然后再关注那些无形的质量因素。只有市盈率、每股收益增长率和现金流达到了我设定的标准之后，我才会开始挖掘造就这些令人鼓舞的数字背后的竞争优势，而不是反其道而行之。

同时只要记住，是否处于正确的板块是决定一个企业是否有能力成为优秀成长股的关键。

## 管理能力

管理能力，尤其是首席执行官的素质，显然是决定一个公司能否成长为真正的优秀公司的重要因素。不幸的是，管理能力远比过去增长的每股收益更难判断。很少有人拥有评估别人能力的技能，而且它也很容易误导我们，所以我更依赖数学运算。我将在第8章中回顾常见的判断管理能力的误区，因为这也是影响我们做出投资决策的一个重要因素。

## 每股收益的增长

一只好的成长股的本质就是它逐年提高每股收益的能力，这是可以衡量及验证的。寻找伟大成长股的第一步是筛选市场上每个公司的财务数据，尤其是那些优良板块中的公司的财务数据，这样可以用已经记录在案的每股收益增长缩小你的股票池，期待后期每股收益能增长得更多。一旦完成这些，你就可以开始第二步——确定你列表上的股票价格是否具有吸引力。不管公司的竞争优势以及管理能力怎么样，你的首要任务是弄明白管理层迄今取得的成就，以及经纪人认为公司在未来几年内有可能实现的目标。这使你能够对公司的财务方面进行判断，有助于你确定股票是否能够买入。

1996年年初，人们对整体市场的每股收益增长率的预测值约为10%。而在之前几年中，平均预测的年增长率为12%或略高一点。我们可以假定15%的每股收益增长率一定高于平均值，因此，我们可以将其作为基准的绝对最小值。15%的年增长率并不是了不起的成就，但15%的年增长率5年后能使每股收益增加1倍。

在设计REFS的时候，我们需要确定公司被认定为成长股的业绩标准。我们知道如果标准太过严苛，可能会排除很多成长中的公司，或是那些刚刚更换管理层，正准备大力发展的公司。很明显，在准备就绪之前识别成长型公司至关重要。

我们决定采用这种方式找到成长型公司：有连续4年每股收益的增长，不管是过去4年还是对未来4年的预测，或是两者兼而有之。在实操中，如果公司过去2年的每股收益在增长，对未来2年的每股收益预测同样显示增长的话，它们就可以被纳入成长型公司。除此之外，公司还需要满足一些其他标准：

1.过去5年，每年都应该是正的收益，不能有亏损。

2.如果是在回调之后出现4年的增长，我们要求最后一年的标准化每股收益必须达到或预计达到之前6年中的最高值。

3.所有公司都要删除固定资产客户，因为其主要体现了资产状况而不是成长潜力。

4.必须有经纪人的预测。

5.强周期性公司及其子版块，例如建筑与工程、建筑材料与产品以及分销车辆，仍需满足正常的增长标准。此外，过去5年的报告结果中不应出现亏损或每股收益发生逆转的情况。最后这一条标准基本排除了这些行业中的大多数公司，但留下的那些少数公司可以说是真正的成长型公司。

以这些标准来看，REFS并非轻描淡写地将公司就成长性进行分类。1996年年初，富时100指数中的大约50家公司、富时中盘250指数中的90家公司以及富时小盘股指数中的160家公司被纳入成长型公司。因此，在构成富时全股指数的前三大指数中，约有300家REFS成长型公司，即使排除指数中的公司，占比不到公司总量的一半。在不包括投资型信托在内的新兴公司指数中，约有700家公司，但REFS目前仅将其中60家归类为成长型公司。这主要是因为，新兴公司指数是由许多已经摇摇欲坠的、被降级的公司组成的。该指数包含了大量失败的公司以及正在成长中的新公司。

在设计REFS时，我们花了大量时间对“增长”的定义进行微调。我们希望确保选中的股票能符合严苛、重要的投资指标，并有创造回报的最大潜力。这些指标是我在过去3年内完善的，现在它们也是我进行投资分析的基本工具。这些指标是市盈增长比率。这是衡量股票价格与收益增长率关系的指标。我将在接下来的两章中详细解释市盈增长比率，但现在我们可以充分相信，只有真正的成长型公司，才有优秀的市盈增长比率。

记住，REFS没有考虑我之前提到的每股收益增长率15%的限制。REFS寻找的是那些连续4年每股收益增长的公司，哪怕公司刚刚做到这一点。在REFS中，一家公司哪怕每年每股收益增长只有0.1%，也会继续被纳入成长型公司。因此，你最好能仔细研究公司5年的利润记录，因为有时一只股票可能很快就不符合市盈增长比率要求。在这种情况下，如果一家公司能充分满足其他投资标准，那么可以稍微降低一点REFS给出的标准。

## | 总结 |

1 优秀的成长型公司每年都有能力以高于平均水平的速度提高每股收益。

2 大多数成长型公司都位于“新世界”板块，包括支持服务业、制药业、医

疗保健业、媒体业、电子和电气设备业、酿造业、酒吧和餐馆以及一般零售业等。

3 几乎所有公司从某种程度上说都是周期性的。然而，处于高度周期性行业的公司很少成为优秀的成长型公司。

4 竞争优势，比如强大的特许经营权、专利或品牌，往往是优秀的成长型公司的主要特征。

5 一家公司的复制能力，比如复制商店、餐馆、疗养院或室内网球设施等的能力。这种可以在国内（甚至是在国际市场中）开设更多分店的能力预示着该公司的每股收益将有出色增长。

6 公司的管理水平是投资者决定是否购买该成长股的关键因素。但这又很难判断，所以你一开始就要留心。

7 尝试寻找每股收益每年至少增长15%的公司。在不景气的年份出现的小挫折是可以忽略的，但是平均来看，15%是一个合适的目标——每股收益每5年都将翻一番。

8 后面的内容将详细阐述成长型公司的REFS定义。1996年年初，富时100指数中的大约50家公司、富时中盘250指数中的90家公司以及富时小盘股指数中的160家公司被纳入成长型公司。新兴公司指数里面只有60家公司符合标准。

9 在REFS中，只有成长型公司才能被贴上市盈增长比率标签，我将在接下来的两章中详细解释这一指标。

# 第4章

# 市盈增长比率

每股市盈率是衡量一个投资者愿意为公司未来的成长付出多少钱，以及其他投资者已经付出多少钱（即每股收益的多少倍）的指标。尽管这只是一个一维的方法，但市盈率已经是衡量成长股是否值得买入的使用最为广泛的指标。在我看来，这个指标蕴含的更为重要的信息是，公司的市盈率与其预期的每股收益增长率之间的关系。我称这个新指标为市盈增长比率，简称市盈增长率。据我所知，市盈增长比率是第一个系统地分析这种重要关系的指标，我相信它是一个极为宝贵的投资工具。

我们通过用预期市盈率除以预计未来的每股收益增长率来计算市盈增长比率。假设一家公司以每年12%的速度增长，其预期市盈率是12倍，则其市盈增长比率就是12/12＝1.0。如果增长率达到更具吸引力的24%，那么市盈增长比率将是12/24＝0.5，如果增长率是相对较差的6%，市盈增长比率就是12/6＝2.0。

市盈增长比率超过1的公司一般都不太吸引我，数值大约为1的公司值得考虑，而市盈增长比率明显小于1的公司则值得进行更详细的研究，以为购买做好准备。1996年年初，全市场平均市盈增长比率约为1.5，而在牛市开启前，市盈增长比率大约为1。这个创历史新高的市盈增长比率告诉我们牛市可能已经接近尾声，当然如果可以找到市盈增长比率在0.75或以下的有吸引力的股票，我很乐意继续以高标准进行投资。但是，我不会买入整个市场，因为对于我来说，市盈增长比率达到1.5的公司太贵了。

市盈增长比率只适用于成长型公司。许多周期性公司预测大幅增加的每股收益在大多数情况下都只是恢复到上一周期的水平或比之前的水平前进一步，此时应用市盈增长比率概念将会产生荒谬且毫无意义的统计结果。购买低市盈增长比率的股票的吸引力在于，它们除了具备安全性，还能不牺牲成长股前期的上行潜力。买入一只市盈率为12倍，预计每年每股收益增速为24%，市盈增长比率为0.5的股票，即使下一年的收益有点儿令人失望，股价也不会跌得太多，因为相较于原始的预测以及整个市场，它的市盈率倍数已经很低，而且股价也很便宜。

股票的上升潜力十分有趣，哪怕是恰好达到预计水平。如果在买入的时候每股收益为10便士，每股价格为120便士，那么市盈率是12倍，预期收益增加24%，将把每股收益从10便士提升至12.4便士。这时，保持市盈率12

倍不变，股价也将上涨24%至148.8便士（12×12.4便士）。然而，此时市场很有可能已经意识到股票被低估这一事实，投资者会认为，这只股票的市盈率应该更高，因此在公告发布后的几个星期内，市盈率很容易提高到18倍。此时，与它的增长率相比，股价依旧很低。

在此基础上，该股价格将提升到18×12.4＝223.2便士，相较于买入价格120便士，收益为103.2便士。有趣的是，收益里只有28.8便士（12×2.4便士）来源于每股收益的增加，而其他74.4便士是由市盈率的状态变化引起的。投资者在投资低市盈增长比率的公司时，需要不断留意可能发生改变的状态。

当市盈率在12～20范围内，每股收益增长率在15%～25%之间时，市盈增长比率的结果最有效。一些最佳交易通常出现在收益增速为25%的股票中，此时市盈率为15倍，市盈增长比率为0.6。如果市盈增长比率完全相同，那么50%的增长率对应的是30倍的市盈率，但重点是，长期来看，50%的增长率是不可持续的。

## 正确的比较

如果我们把市盈增长比率当作一个卡尺，就可以准确地度量出每家公司相对整个市场和其他同类公司的吸引力。这是一个非常宝贵的过滤标准，可以把我们的目光从所有成长股缩小至少数候选对象，以供我们进一步筛查。市盈增长比率越低，能成功通过筛选的公司数量就越少。

为了让公司之间的市盈增长比率对比有意义，比较完全一致的时间区间内的数据就变得至关重要了。将一家以3月作为财年终点的公司的统计数据与另一家以12月作为财年终点的公司相比较是毫无意义的。为什么？因为商业和经济形势可以在一星期内发生巨大变化，更不用说3个月了。将所有公司的数据调整到一个共同的起点上比较，才更有意义，而且能够跟上最新的消息和动态。

你可以把投资想象成两位母亲和两个孩子。一个孩子叫罗斯玛丽，18个月大；另外一个叫朱莉，9个月大。两位母亲正在比较他们孩子的成长水平，罗斯玛丽的母亲告诉朱莉的母亲，罗斯玛丽刚学会背诵一首诗，9个月大的朱莉做不到这一点，这并不意味着她落后了。比较两个婴儿更合理的方法是对比他们在完全相同年龄时拥有的能力。这一原则与公司的比较是相同的：我们进行结果比对时，它们对应的时间必须是相同的。

## 未来12个月的滚动指标

为了实现将公司在相同时期进行对比这一重要目标，REFS提供了公司未来12个月的数据，如股息收益率、市盈率、增长率和市盈增长比率。要想理解这么做的意义，你可以想象一家叫作ABC的公司，它以12月作为财年的终点。显然，1996年1月1日，最能描述该公司未来年前景的预测应该是截至1996年12月31日的预测。同样，1997年1月1日，对未来一年前景的判断应采用截至1997年12月31日的预测。但你如何在1996年3月1日对该公司进行估值？在那一天，对下一年的预测主要基于对1996年全年的预测，并辅以1997年全年估值的一小部分。准确地说，它是1996年估值的10/12加上1997年估值的2/12。

要了解这在实践中是如何操作的，可以考虑ABC公司在其股票为200便士时对未来的预测：

**表4-1 ABC公司的历史每股收益**

| | 每股收益（便士） | 市盈率 | 每股收益增速（%） | 市盈增长比率 | 分红（便士） | 股息率（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1996年12月31日 | 10 | 20 | 25* | 0.8 | 5 | 3.13 |
| 1997年12月31日 | 15 | 13.3 | 50 | 0.27 | 7 | 4.38 |

注：*基于截至1995年12月31日的历史每股收益数据

在1996年3月1日进行预测时，未来12个月的每股收益预测可以这样计算：

(10便士×10/12)＋ (15便士×2/12)＝10.83便士

在市盈率方面，只要简单地把未来12个月的每股收益10.83便士除以股价200便士，就能得到未来的市盈率18.5。

未来的每股收益增长率的计算必须分为两个阶段。首先，必须先将1996年3月1日之前12个月的每股收益作为基础。计算方法如下：

(8便士×10/12)＋ (10便士×2/12)＝8.33便士

第一个括号中的8便士是截至1995年12月31日的历史每股收益数据。在未来12个月中的10个月，这都是每股收益增长的基础。第二组括号中的10便士是1996年预测的每股收益数据，用于弥补1995年12月31日到1996年3月1日之间缺失的2个月的数据，从而得到1996年3月1日之前完整的12个月的数据。

第二阶段是计算1996年3月1日之后12个月的每股收益增长率，计算方法如下：

（10.83便士-8.33）/8.33便士×100＝＋30%

通过将18.5的预计市盈率除以30%的未来增长率，可以计算未来12个月的市盈增长比率，结果是0.62。

未来12个月分红的计算方式与每股收益相同：1996年5便士的10/12加上1997年7便士的2/12，结果是5.33便士。

要计算股息收益率，有必要在5.33便士的基础上加上现行的基本税款（目前税率为20%），然后将所得的6.66便士除以200便士的股价，得到3.33%的收益率。

此时，12个月后的情况如表4-2所示：

表**4-2 ABC**公司未来**12**个月的滚动分红

| | 每股收益（便士） | 市盈率 | 每股收益增速(%) | 市盈增长比率 | 分红（便士） | 股息率（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 截至1997年2月28日的未来12个月 | 10.83 | 18.5 | 30 | 0.62 | 5.33 | 3.33 |

有了这些统计数据之后，成长型投资者才能将ABC公司与另一家公司进行有意义的比较。后者的财年无论结束于2月底或是刚刚上市，你都能用类似的计算方法，以3月1日为基础，计算未来12个月的各项数据。对于REFS的订阅客户来说，好消息是，所有这些计算REFS都已经做好了，并且每个月都会显示在有关公司情况页面中，关键统计数据阴影表格上。以下是1996年6月的3个例子：

表**4-3** 由**REFS**提供的公司各项指标

| | 格拉纳达集团 | 阿斯达集团 | 玛莎百货 |
|---|---|---|---|
| 价格（正常的市场交易规模25 000股）1996年6月3日 | 829便士 | 118便士 | 462便士 |
| 市值 | 70.27亿英镑 | 34.38亿英镑 | 130.07亿英镑 |
| 排名 | 第30位 | 第60位 | 第10位 |
| 指数 | 富时100指数 | 富时100指数 | 富时100指数 |
| 常态每股收益（预期） | 48.3便士 | 8.26便士 | 26.9便士 |
| 营业额（1995年） | 23.81亿英镑 | 52.85亿英镑 | 72.32亿英镑 |
| 税前利润（1995年） | 3.51亿英镑 | 2.57亿英镑 | 9.66亿英镑 |
| （与市场比 与行业比） | | | |
| 股息率 | 2.12% | 3.18% | 3.44% |
| 市盈率（预期） | 17.2倍 | 142倍 | 17.2倍 |
| 市盈增长比率（预期） | f 0.91 | f1.01 | f1.90 |
| 增长率（预期） | 18.9% | 14.1% | 9.02% |
| 资本回报率 | 34.0% | 13.5% | 21.0% |
| 利润率 | 15.7% | 4.75% | 13.1% |
| 杠杆率 | 64.1% | 28.4% | 1.74% |
| 市净率 | 15.1倍 | 2.29倍 | 3.48倍 |
| 股价与有形资产账面净值比率 | 15.1倍 | 2.29倍 | 3.48倍 |
| 股价与现金值比率 | 14.6倍 | 10.3倍 | 19.4倍 |
| 股价与销售额比率 | 2.03倍 | 0.64倍 | 1.89倍 |
| 股价与研发支出比率 | 无 | 无 | 无 |
| 每股净资产（1995年） | 54.8便士 | 51.4便士 | 133便士 |
| 每股净现金（1995年） | 14.0便士 | 无 | 16.5便士 |

黑色月亮图标处展示了每个公司的统计数据及其与市场和行业平均值的对比，越黑越好。第9章将更全面地解释其他关键的成长统计数据。

使用未来12个月的统计数据还有一个重要的优势。快速发展的公司通常具有较高的历史市盈率，这可能会对投资者产生很大的负面影响。例如，一家年复合增长率约为50%的公司，我们预计其在未来几年将维持这样的增速。公司截至1996年3月31日的市盈率约为30倍，相对于整个市场而言，这一数字似乎很高。然而，随着未来保持50%的收益增长，截至1997年3月31日，市盈率下降至20，截至1998年3月31日，市盈率将进一步下降至13.3。1997年1月1日的REFS显示了未来12个月的滚动市盈率，该数值将使用截至1997年3月31日财年结束时市盈率的3/12，再加上1998年3月31

日财年结束时市盈率的9/12进行计算。因此，在REFS上面，预期市盈率是15倍，而且很明显，与50%的收益增长率相比，买入将是一笔很好的交易，市盈增长比率仅为0.3。

REFS使投资者能够清楚地看到他们真正需要支付的价钱是每股收益的多少倍。此外，任何其他公司都可以与之放在统一基础上进行比较。在REFS中，公司总是与同样的公司进行比较。

毫无疑问，未来12个月的数据对比有助于快速发现异常交易，尤其是每股收益增长率异常的公司。奇怪的是，似乎没有人用与REFS完全相同的方式处理未来的数据。我在为私人投资者和机构所做的许多演讲中，有许多人对这种方法表示赞同。每个人都认为这个方法是非常合理的，所以未来12个月的统计数据并没有成为行业惯例，这一事实一直让我感到非常惊讶。我认为机构不愿改变它们的处理方式是一件好事。继续使用旧方法对公司进行大量资金的评估、投资的同时，市场上的异常事件将会继续发生，从而给我们创造无穷无尽的投资机会。

## 检验预测的有效性

当然，对公司预期的未来业绩进行比较时，结果在很大程度上取决于经纪人预测的准确性。过去几年的结果尽管代表的是历史，但至少这都是已经发生的事实，而预测则是将信息进行分析后的猜测。美国电影大亨萨姆·戈德温说得很好："预测是危险的，尤其是那些对未来的预测。"

其实，只要采取一些基本的预防措施，我们就可以减少共同预期错误带来的风险。首先，你要检查年度报告和中期声明，了解董事长对未来前景的真正看法。此外，你可以检查一下媒体新闻，看看是否有什么额外的内容在年度股东大会或在记者采访中被提及。REFS在公司条目下始终会显示，董事长从最近的年度报告开始提及的会对股价产生影响的前瞻性评论。他们的语气、语调以及相应的新闻报道，往往和他们说出的确切词语同样重要。

杰弗里·霍姆斯和艾伦·苏格登在他们的杰出作品《解读公司报告和财务》一书中，为一家虚构的名为Polygon Holdings（多边形控股）的公司设置了一系列行业情况和行业背景，并根据公司董事长对当前交易的评论提出了预估年度利润的方法与建议。

表**4-4** 对多边形控股的收益预测

| 行业 | 行业环境 | 公司董事长评论 | 去年（百万英镑） | 报告年度（百万英镑） | 本年预测（百万英镑） |
|---|---|---|---|---|---|
| 建筑 | 持续衰退 | 不可避免地进一步下跌 | 1.0 | 0.8 | 0.5～0.6 |
| 造纸 | 周期向上 | 明显改善 | 2.2 | 1.8 | 2.4～2.8 |
| 出版 | 为数不多的成长行业 | 持续进步 | 1.0 | 1.2 | 1.4～1.5 |
| 塑料 | 波澜不惊 | 占有率提升，但毛利率下降 | 0.6 | 0.75 | 0.6～0.8 |
| 放款 | 利率下降2% | 流动性有望改善 | -0.8 | -1.0 | -0.8 |
| | | **税前合计** | **4.0** | **3.55** | **4.1～4.9** |

作者还强调，有必要密切关注非连续亏损的所有细节（通常这是一个极好的信号），研究董事长之前的预测（这是对提高今年预测准确性十分有帮助的指南），以及时刻对诸如“发生了不可预见的困难”之类的模糊陈述保持谨慎的态度。

另一个有用的指标是股息支付水平和（或）未来预期水平。如果股息一直在稳步上升，却突然维持在一个水平不变，这可能是一个值得注意的信号，表明未来可能会有麻烦。相反，如果股息的增长速度加快，这显然是一个乐观的信号。

其他指标可能看上去很普通。例如，每个月公布的零售销售趋势可以作为判断零售商预测可信度的有用指标，竞争对手的表现也可以发挥同样的作用。你可能会在媒体上注意到，某外国政府因为英国政府没有引渡某人，或以其他方式冒犯了该国而对英国不再抱有幻想。因此，英国投标人可能更难获得与该国相关的巨额合同。此外，任何对该国业务有很大依赖性的英国公司都会受此影响。

就像艾森豪威尔试图判断进攻德国的最佳时间与地点一样，你必须注意所有迹象以及收集的信息。通过检查经纪人共同预期的有效性来监测你投资组合中的每一只股票，并判断这些预测能否支撑股价。

## 经纪人的共同预期

每个月，在诸如《评估目录》这类出版物上，都会详细刊登经纪人的共同

预期。现在，它们每个月都出现在REFS上，作为公司整体财务状况的重要组成部分呈现给用户。

以下是一个经典的、在REFS公司条目里面展示的内容（摘自1996年6月麦德华公司的经纪人共同预测）：

**表4-5 麦德华公司1996年6月的经纪人共同预测**

| | | 1996年的预测 | | | 1997年的预测 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 经纪人 | 日期及建议 | 税前利润（百万英镑） | 每股收益（便士） | 每股股利（便士） | 税前利润（百万英镑） | 每股收益（便士） | 每股股利（便士） |
| 大和银行 | 1995年3月31日 增持 | 83.0r | 17.4 | 4.20 | | | |
| 弗莱明斯 | 1995年7月27日 持有 | 95.0 | 18.7 | 4.60 | 105 | 21.8 | 5.10 |
| 日兴欧洲 | 1996年1月17日 持有- | 96.8+ | 19.7- | 4.60 | 104 | 21.4 | 5.00 |
| 巴克莱银行 | 1996年2月20日 买入 | 90.4 | 19.5 | 4.50 | 106 | 22.9 | 5.27 |

| | | 1996年的预测 | | | 1997年的预测 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 经纪人 | 日期及建议 | 税前利润（百万英镑） | 每股收益（便士） | 每股股利（便士） | 税前利润（百万英镑） | 每股收益（便士） | 每股股利（便士） |
| 瑞银集团 | 1996年2月20日 买入 | 90.0 | 18.5+ | 4.80 | 100 | 20.5 | 5.50 |
| 威廉姆斯·德布罗 | 1996年2月28日 买入 | 90.0- | 19.2- | 4.50- | 100 | 20.3 | 5.00 |
| 美林证券 | 1996年2月29日 增持- | 99.5- | 20.8- | 4.90+ | 120 | 25.1 | 5.90 |
| 国民西敏寺证券 | 1996年2月29日 减持 | 94.0 | 19.6 | 4.70 | 103 | 21.3 | 5.10 |
| 雷曼兄弟 | 1996年3月6日 跑赢大市 | 89.9 | 18.8 | 4.60 | 102 | 21.4 | |
| 潘缪尔·戈登 | 1996年3月15日 买入 | 95.0 | 19.7 | 4.50- | 110 | 22.8 | 5.00 |
| 汇丰詹金宝 | 1996年3月18日 持有 | 95.0+ | 19.2+ | 4.80+ | 103- | 20.1- | 5.50+ |
| 瑞银华宝 | 1996年3月21日 持有 | 89.0+ | 18.9+ | 4.70+ | 112+ | 23.3+ | 5.50+ |
| 德科 | 1996年3月25日 持有/买入 | 88.5- | 18.0- | 4.40- | 100 | 20.0 | 4.90 |
| 所罗门 | 1996年4月9日 持有 | 94.0 | 18.8 | 4.70 | 115 | 22.0 | 5.40 |
| 里昂信贷银行 | 1996年4月11日 买入 | 94.0 | 19.0 | 4.80 | 103 | 20.8 | 5.50 |
| 格雷格·米德尔顿 | 1996年4月15日 买入 | 88.0- | 18.4- | 4.50- | 97.0 | 20.2 | 5.10 |
| | **一致预测 弱势买入** | **92.4** | **19.2** | **4.59** | **103** | **21.2** | **5.27** |
| | **一个月变化** | +0.09 | +0.08 | -0.05 | -2.21 | -0.41 | -0.01 |
| | **三个月变化** | -1.74 | -0.42 | -0.29 | -3.21 | -0.80 | -0.06 |

在详细研究经纪人共同预期的细节时，应特别注意以下几点：

1.如果有大量经纪人（5名或5名以上）预测一家公司，且与平均预测的标准差较小，那么共同预测（也就是市盈增长比率的结果）的可靠性就明显更强。16名经纪人对麦德华的预测让我们在可靠性这方面有了些许安慰。但是，你还要注意旅鼠效应。如果一个有声望的、一流的经纪人专门研究某一行业，并对行业中的公司做出了预测，那么对于一个就职于一家规模较小的公司的分析师来说，带头再做一次更为详细的研究，并依此做出判断就显得非常有诱惑力。

2.要特别关注公司自己的经纪人，或者在论述中被强调的经纪人。我特别关注公司自己的经纪人的预测，特别是在麦德华的案例中，那些与巴克莱

银行和潘缪尔·戈登一样享有盛誉的经纪人。公司自己的经纪人应该更了解公司的情况，并且不太可能冒着风险发布过分乐观的预测而让经纪公司难堪。

3.经纪人的预测日期至关重要。如果预测时还没有发生某件大事，或发布实际结果及利润警告，我们就不应把该在计算时考虑该预测。其余预测在计算共同预期时，应根据时间做加权。

4.所有经纪人的买入、持有、卖出、跑赢大盘、增持、累股和减持建议，都公平地反映了股票的受欢迎程度。如你所见，对麦德华公司的预测是弱势买入。在REFS中，所有预测的完整表述如表4-6所示：

表4-6 共识建议

| | | |
|---|---|---|
| 强势买入 | 弱势买入/持有 | 弱势卖出 |
| 买入 | 持有 | 卖出 |
| 弱势买入 | 弱势卖出/持有 | 强势卖出 |

5.加号或减号表示与上一次预测相比，本次预测的特定元素是升级还是降级了。如果没有记号，这表示预测的元素要么是保持不变，要么就是一个全新的预测元素。

6.一个月的总体变化和三个月的总体变化显示在页面底部。你应该密切关注这些数字，因为它们可以表明媒体态度是仍然保持积极还是开始转为消极。

7.关于每股收益的数字有一点需要特别注意：公司适用的税率有时会发生很大变化。或许一家公司正在逐步摆脱亏损，一年之后，之前享受的税收优惠可能已经耗尽。此时，公司又要开始支付全额税费，造成每股收益相应减少。尽管未来一年每股税前利润可能会增长20%，但这可能被增加的税费抵消。因此，应该同时关注税前利润和每股收益，并再次检查7年的历史数据以及预测的税率。

经纪人更新预测的速度通常很慢，因此你应该多关注股价与整体市场相比的相对强度。这通常是一个早期指标，表明一家公司的情况正在好转或恶化。这一主题在第7章及第15章中有更全面的论述。

我们知道，总是存在经纪人的共同预期无法实现的风险。但是，通过研究REFS中列出的详细的经纪人预测及其建议，阅读董事长的评论和新闻公

告，并注意有关行业整体情况的文章，你是可以将风险降低到可接受的水平的。

## | 总结 |

1 市盈率是一个一维的指标。更具意义的是市盈增长比率，它显示了公司的市盈率与其预期每股收益增长率之间的关系。

2 市盈增长比率的计算方法是将一家公司的预期市盈率除以预计的未来每股收益增长率。预期市盈率和利润增长率均应按照未来12个月的滚动数据进行计算。

3 1996年年初，市场的平均市盈增长比率约为1.5。市盈增长比率超过1.5的股票没有吸引力，市盈增长比率在1.0～1.5之间的股票不太有吸引力，只有市盈增长比率远低于1.0的公司才是我感兴趣的标的。

4 无论是基于历史的数据还是对未来进行预测的数据，或是二者都有，REFS只考虑那些至少连续4年实现增长的成长型公司。此外，公司还必须满足本书第3章中规定的其他标准。

5 低市盈增长比率指标应用在市盈率为12～20、每股收益年增长率在15%～30%时的公司股票效果最好。

6 低市盈增长比率股票同时具有进攻性和安全性的特点。进攻性来自市盈率向上修正的可能性，这个效应对股价的影响通常大于每股收益的增长对股价的影响。安全性是低市盈增长比率股票实际收益低于预期时应对失望情绪的能力。例如，如果一家公司的每股收益增长率仅为20%而不是预期的25%，那么假设其预期市盈率为15倍，该公司的股票仍然相对便宜。

7 成长股只有在修正到相同框架内之后才能相互进行比较。用连续12个月的滚动数据计算其成长性数据（市盈率、市盈增长比率、增长率和股息收益率）就能实现这一目标，这种方法还具有可以随时更新和进行动态比较的优势。

8 为了降低经纪人的错误预测误导你的风险，你应该反复阅读年度报告和中期声明，以准确了解董事长对公司未来前景的描述。你还可以在REFS公司条目中，检查相关媒体新闻。其他指标包括股息水平和整个行业，特别是零售公司的总体销售趋势。你还应该关注其他任何可能对公司产生非常不利或非常有利影响的重大事项的最新进展。

9 如有可能，你还应检查每一位经纪人的预测数值。这些在REFS中都能查

到。

如果有大量经纪人进行预测，且预测的标准差很小，你就能安心一些。另外，要特别注意公司自己的经纪人的预测和所有经纪人的最新预测。

你应该能根据对趋势的观察修正预测，尤其是当媒体的态度变得消极之时。

10 务必记下每年的税金。有时，不断上涨的税率会掩盖实际的增长，因为它会降低特定年份的每股收益。

# 第5章

# 筛选标准——市盈增长比率

## 对市盈增长比率进行检验

REFS中已经有了足够多的数据，现在看看，在实操中市盈增长比率作为一个投资指标来说应该有多低。表5-1显示了1995年9月30日至1996年4月30日，以6个月为一个周期的8个周期的市盈增长比率的业绩表现：

如你所见，在每6个周期，市盈增长比率低于0.6的股票都大幅度跑赢了市场。它们的平均涨幅为22.9%，而整个市场的涨幅仅为8.9%。换句话说，低市盈增长比率股票的上涨幅度是市场的2.5倍。

**表5-1** 市盈增长比率低于**0.6**的股票表现

| 截至1995年9月30日的最近6个月 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 富时指数 | 市场表现 | 低市盈增长比率股票的表现 | 符合条件的公司数量 | 低市盈增长比率公司股票的超额收益（%） |
| 富时100指数 | 12.0 | 20.0 | 3 | 66.7 |
| 富时中盘250指数 | 15.2 | 12.4 | 13 | -18.6 |
| 富时小盘股指数 | 14.9 | 29.7 | 25 | 99.1 |
| 富时全股指数 | 13.0 | 23.5 | 41 | 80.8 |
| **截至1995年10月31日的最近6个月** | | | | |
| 富时100指数 | 8.8 | 13.7 | 6 | 55.3 |
| 富时中盘250指数 | 10.0 | 8.8 | 13 | -11.9 |
| 富时小盘股指数 | 10.2 | 28.9 | 23 | 183.1 |
| 富时全股指数 | 9.1 | 20.5 | 42 | 125.3 |
| **截至1995年11月30日的最近6个月** | | | | |
| 富时指数 | 市场表现 | 低市盈增长比率股票的表现 | 符合条件的公司数量 | 低市盈增长比率公司股票的超额收益（%） |
| 富时100指数 | 9.6 | 17.2 | 7 | 78.8 |
| 富时中盘250指数 | 8.3 | 18.3 | 12 | 121.0 |
| 富时小盘股指数 | 5.2 | 27.5 | 19 | 428.8 |
| 富时全股指数 | 9.0 | 22.7 | 38 | 152.2 |
| **截至1995年12月31日的最近6个月** | | | | |
| 富时100指数 | 11.3 | 23.6 | 3 | 106.5 |
| 富时中盘250指数 | 12.1 | 20.2 | 15 | 67.1 |
| 富时小盘股指数 | 5.7 | 32.0 | 25 | 458.5 |
| 富时全股指数 | 11.0 | 27.3 | 43 | 147.4 |
| **截至1996年1月30日的最近6个月** | | | | |
| 富时100指数 | 7.2 | 28.9 | 1 | 299.4 |
| 富时中盘250指数 | 5.9 | 10.0 | 9 | 69.3 |
| 富时小盘股指数 | 3.9 | 21.5 | 23 | 446.1 |
| 富时全股指数 | 6.7 | 18.6 | 33 | 176.8 |

| 富时指数 | 市场表现 | 低市盈增长比率股票的表现 | 符合条件的公司数量 | 低市盈增长比率公司股票的超额收益（%） |
|---|---|---|---|---|
| **截至1996年2月29日的最近6个月** | | | | |
| 富时100指数 | 5.1 | 30.4 | 2 | 498.0 |
| 富时中盘250指数 | 7.3 | 5.5 | 6 | -24.0 |
| 富时小盘股指数 | 4.4 | 14.6 | 19 | 234.5 |
| 富时全股指数 | 5.5 | 13.7 | 27 | 151.7 |
| **截至1996年3月31日的最近6个月** | | | | |
| 富时100指数 | 5.6 | 29.2 | 2 | 419.2 |
| 富时中盘250指数 | 9.3 | 10.1 | 4 | 8.9 |
| 富时小盘股指数 | 6.4 | 33.2 | 13 | 419.6 |
| 富时全股指数 | 6.4 | 27.9 | 19 | 335.8 |
| **截至1996年4月30日的最近6个月** | | | | |
| 富时100指数 | 8.5 | 31.3 | 2 | 267.3 |
| 富时中盘250指数 | 18.3 | 16.5 | 3 | -9.9 |
| 富时小盘股指数 | 15.0 | 22.4 | 18 | 49.4 |
| 富时全股指数 | 10.7 | 29.2 | 23 | 172.7 |

我们在测试中以6个月作为一个周期，因为通常这么长时间之后，股票的市盈率状态才会发生变化，然后反映到股价上。此外，这6个月会包括年度或中期业绩，这是公司及其股票能充分展现的重要时刻。6个月后，我们可以重复这个过程，寻找下一个可能发生状态变化的候选股票。当然，在很多情况下，处于首选名单中的一些股票未来仍能在名单中占据一席之地。

新兴公司指数的成分股被排除在测试之外，因为它的预测在大多数时候仅包含一个经纪人的判断，而且许多股票相对来说都处于有价无市的状态。这并不意味着投资者应该回避这个指数，但他们应该对此采取谨慎的态度。

“新兴公司”表示“羽翼未丰”，暗示一家年轻的公司即将起飞。对于像阿斯兰集团和普雷萨克控股这样的公司来说，情况无疑如此。然而，你也应该记住，对于那些已经掉出富时小盘股指数或更高指数的公司来说，新兴公

司指数也是一个收容所。换句话说，它既是出生地，也是墓地。

寻找低市盈增长比率公司最理想的地方就是富时小盘股指数，那些未纳入指数的公司也可以考虑，其中包括一些新发行的股票，这给我们提供了绝佳的投资机会。我最近的最爱——JJB体育就是一个很好的例子。它于1994年11月以215便士的价格上市，到1995年年底股价达到620便士。到1996年1月，它宣布同类产品的销售额增长了18%，整体销售额增长了50%以上，利润率也略有提高。即便是在经历了令人咋舌的上涨之后，它的股票仍有充足的上升动力。

市盈增长比率法则也非常适用于交易量巨大的富时100指数和富时中盘250指数。从富时100指数到AIM指数，REFS为各个指数都列出了市盈增长比率最低的公司排名。例如，在被格拉纳达集团收购之前，福特公司在1995年10月的股价是248便士，以0.52的市盈增长比率位列富时100指数市盈增长比率最低排名的首位。在最主流的两个指数中，低市盈增长比率公司的表现如下表所示。表中涵盖了以6个月为一个周期的13个周期；第一个周期结束于1995年4月30日，最后一个周期结束于1996年4月30日。如你所见，市盈增长比率在0.75或以下的非周期性股票的表现明显优于两大主要指数。这里，我们将市盈增长比率的筛选值从0.6提高到0.75，因为这两个主流指数的股票更具流动性。因此，它们更受机构欢迎，市场赋予的评级也会更高。

在6个月的测试中，富时100指数平均上涨了9.53%，而低市盈增长比率股票则上涨了21.04%；富时中盘250指数平均上涨了9.56%，对应的低市盈增长比率股票涨幅为14.88%。

**表5-2 富时100指数中，市盈增长比率低于0.75的成长型公司的股票业绩表现**

| 截至以下日期的最近6个月 | 公司数量 | 指数涨幅（%） | 低市盈增长比率的股票收益（%） | 低市盈增长比率股票的超额收益（%） |
|---|---|---|---|---|
| 1995年4月30日 | 4 | 6.39 | 10.89 | 70.42 |
| 1995年5月31日 | 6 | 9.23 | 7.54 | -18.31 |
| 1995年6月30日 | 5 | 8.12 | 6.31 | -22.29 |
| 1995年7月31日 | 7 | 15.26 | 25.79 | 69.00 |
| 1995年8月31日 | 6 | 16.51 | 26.69 | 61.66 |
| 1995年9月30日 | 3 | 12.18 | 17.74 | 45.65 |
| 1995年10月31日 | 4 | 8.79 | 21.83 | 148.35 |
| 1995年11月30日 | 7 | 9.64 | 24.46 | 153.73 |
| 1995年12月21日 | 7 | 11.30 | 26.85 | 137.61 |
| 1996年1月31日 | 4 | 7.21 | 28.03 | 288.77 |
| 1996年2月29日 | 3 | 5.09 | 24.93 | 389.78 |
| 1996年3月31日 | 2 | 5.63 | 29.23 | 429.18 |
| 1996年4月20日 | 3 | 8.52 | 23.25 | 172.89 |
| **平均** | **5** | **9.53** | **21.04** | **147.42** |

表**5-3** 低市盈增长比率股票业绩对比富时中盘**250**指数与市盈增长比率低于**0.75**的股票业绩

| 截至以下日期的最近6个月 | 公司数量 | 指数涨幅（%） | 低市盈增长比率的股票收益（%） | 低市盈增长比率股票的超额收益（%） |
|---|---|---|---|---|
| 1995年4月30日 | 20 | 0.83 | 1.41 | 69.88 |
| 1995年5月31日 | 17 | 4.36 | 5.21 | 19.50 |
| 1995年6月30日 | 20 | 2.80 | 8.55 | 205.36 |
| 1995年7月31日 | 22 | 14.41 | 11.97 | -16.93 |
| 1995年8月31日 | 22 | 15.53 | 20.44 | 31.62 |
| 1995年9月30日 | 24 | 15.16 | 14.73 | -2.84 |
| 1995年10月31日 | 22 | 10.01 | 12.25 | 22.38 |
| 1995年11月30日 | 18 | 8.30 | 15.75 | 89.76 |
| 1995年12月21日 | 20 | 12.08 | 16.61 | 37.50 |
| 1996年1月31日 | 20 | 5.90 | 11.04 | 87.12 |
| 1996年2月29日 | 19 | 7.29 | 27.07 | 271.33 |
| 1996年3月31日 | 13 | 9.30 | 23.98 | 157.85 |
| 1996年4月20日 | 16 | 18.28 | 24.43 | 33.64 |
| **平均** | **19** | **9.56** | **14.88** | **77.40** |

非常有趣和令人满意的一点是，当用低市盈增长比率方法投资失败时，股票相对于市场的损失可以小到忽略不计。在富时100指数中，最糟糕的时期是1995年6月30日之前的6个月，当时该指数上涨了8.12%，但同期的低市盈增长比率股票仅上涨了6.31%。然而在策略表现最佳的时期，低市盈增长比率股票能明显跑赢市场。例如，1996年2月29日前的6个月里，富时100指数上涨了5.09%，而低市盈增长比率股票上涨了近25%。富时中盘250指数表现没有那么惊人，但规律是差不多的。

很多人会对这些出色的业绩感到惊讶，但我反而不理解他们的惊讶。如果1996年年初市场的预期市盈率为15，且预计未来一年每股收益增长率仅为10%，那么平均市盈增长比率就是1.5。在我看来，平均市盈率为15，但未来每股收益增长率为20%，也就是市盈增长比率为0.75的公司应该跑赢市场。如果它们做不到，这反而很奇怪。

我相信我的投资系统已经赋予你一个激动人心的优势，但在你冲出去开始

实践之前，请继续阅读本书。在后面的章节中我将进一步讨论这个话题，并通过引入额外的筛选条件帮助你取得更好的投资效果。

表中所示的信息距离我们的结论还很远。在撰写本书的时候，有这些测试结果就足够了。测试会持续进行，每个月计算并比较结果。有时，低市盈增长比率股票的表现不如市场整体或某特定指数。

可能给低市盈增长比率股票带来危险的时期，是牛市接近尾声的时候。优秀的成长股将打败市场，并屡创新高。但当熊市来袭时，投资者往往会惊慌失措，在那些表现良好的股票利润消失之前及时止损。因此，如果是在熊市的前期，低市盈增长比率股票表现得令人失望是正常的。然而，投资是一个看平均值的行业。总体来说，我对那些增长速度快于同类公司并且满足许多严苛的标准，且相对于增长率，市盈率较低的成长型公司是绝对有信心的。

## 回避市盈率过高的公司

有一句老话：异常的增长率终有一天会回归正常水平。这背后的逻辑是显而易见的，如果一家公司在20年中以每年50%的速度增长，那么20年后，它的体量将是成立时的3 000多倍。如果这家公司继续以同样的速度增长，那么不久它就会拥有整个世界。

在此过程中，公司可能会卷入激烈的国际竞争。此外，其产品或服务还存在被替代的风险，公司的业务肯定会变得越来越笨重，管理层也可能会因为自满而止步不前。不管怎样，市场会联合起各方力量降低公司的异常增长率。

就市场的评级而言，任何一家高市盈率的公司都是靠“借入”时间而生存的。公司增长率迟早会放缓，增速会下降到一个更合理的水平，之后再下降到一个平均水平，甚至可能低于平均水平。

英国的汉森公司就是一个很好的例子。毫无疑问，在它漫长的全盛时期，公司的管理做得很出色。随着这家公司逐步成为英国十大公司之一，汉森勋爵和之后的怀特勋爵也老了，他们无须再证明自己了。于是，公司发展趋于平稳，并以更合理的速度增长。与ICI的并购谈判被视为是这家老牌公司的最后一搏。在过去的30年中，汉森股票的市盈率已经从20世纪六七十年代最高的25倍下降到1996年的10倍，价格与市场的平均水平相比也打了很大折扣。这并不奇怪，只是一个自然而然的过程。施乐公司也发生过类似的事情，它曾是一家成长性很好的公司，早期的市盈率曾高达100多倍。施乐公司实现了其早期的大部分承诺，但如今这家公司已经是一个巨

人，公司只能达到平均水平的市盈率和增长率。

一只收益增速很快的股票，比如增速为50%，我们必须假设该只股票已经接近增速回归起点。因此，在某种意义上，投资者需要每年摊销可能出现的一部分增速回归。每年50%的增长率在可以持续的时期才是好的，但我最多为成长股花费预期每股收益的20倍。我更喜欢较低的增长率，如30%，以及预期市盈率约为15倍的股票。事实上，这就是1996年年初的市场平均水平。我知道，如果股票保持增长，15倍的市盈率是一个不难达到的水平，但30%的增长率显然比50%更容易维持，即使30%的增长率降至20%，并且在很长一段时间内降至15%，15倍的市盈率也能维持住。如果公司一切顺利的话，我们就能相信市盈率降低的可能性很小。如果市盈率高得惊人，投资者就必须时刻保持警惕，等待增长放缓。还记得前面提到的，公司状态改变会导致市盈率变化而推高股价吗？这个过程也可以逆转。而一个相对较小的问题，也会轻易导致一个极高的市盈率瞬间土崩瓦解。

## | 总结 |

1 1995—1996年期间，低市盈增长比率股票在REFS的测试中显示了令人鼓舞的结果。在一共8次、每次为期6个月的测试中，市场平均只实现了9%的增长，而市盈增长比率低于0.6的股票平均上涨了近23%，是市场的2.5倍。另外13次、每次为期6个月的测试显示，在富时100指数和富时中盘250指数中，市盈增长比率为0.75或以下的公司表现非常出色，收益大幅超越指数。

2 新兴公司指数几乎没有符合市盈增长比率标准的股票。这里除了作为年轻公司的启动平台外，也是疲累的老公司的垃圾桶。投资者应该对仅基于一名经纪人预测的低市盈增长比率股票持谨慎态度，并对初出茅庐的公司的股票持谨慎态度。

3 在熊市中，预期市盈率超过20倍的股票更容易受到冲击。最终高市盈率（以高增长率作为支撑）将回归正常水平。这些股票可能需要非常努力才能保持现状，因此投资者应避免市盈率倍数过高的股票。

# 第6章
# 现金流

在投资领域找规律是很难的，但我可以自信地告诉你，那些拥有出色现金流的股票总是很有吸引力。反之亦然，那些无法将利润变成现金的公司是可疑的。

一家公司如果拥有合理的盈余现金，以及远远超过每股收益的每股现金流，那么这就是一家非常令人放心的公司。现金流远比收益更难伪造，因此，大量现金流就像一种保护措施，帮助我们避开那些使用会计手段调整做出的“人造”优质成长股。

许多美国投资者认为现金流是评估一家公司最重要的因素。沃伦·巴菲特曾简明扼要地总结：“并非所有利润都一样。”他认为，那些产生盈余现金，并可以将现金作为股息分配给股东，或将其用于真正需要的公司，应该区别于那些将大部分利润用于新工厂建设和旧工厂设备更换，只能在业内存活的公司。

要分析一个公司的现金流，需要把折旧类的项目算到利润中，因为折旧并不需要真正的现金支出。英国会计准则委员会对现金流量表有强制性要求，现金流量表将现金流量分为不同类别，并根据其经济源头对现金流的变动进行分类。表头包括经营活动产生的净现金流入，并且在FRS1[1]准则下，该数字必须与经营利润吻合。除折旧和关联公司利润外，需要算到收益项目上的主要是营运资本（股票、债务人和债权人）的增加和减少。典型的分析如表6-1所示：

表**6-1** 公司现金流分析

| | | 千英镑 |
|---|---|---|
| 经营利润 | | 1 000 |
| 折旧 | | 100 |
| 股票增加 | | (10) |
| 债权增加 | | 50 |
| 债务减少 | | 40 |
| **经营活动产生的净现金流入** | | 1 180 |
| **投资及金融服务收入** | | |
| 利息收入 | 100 | |
| 利息支出 | (250) | |
| 融资租赁中的利息部分 | (40) | |
| 参股公司的分红收入 | 60 | |
| 常规分红外的分红 | (20) | |
| **投资及金融服务收入产生的净现金流出** | | (150) |

| | | |
|---|---|---|
| **税款** | | |
| 英国公司税款 | 250 | |
| 海外支付税款 | 30 | |
| | | (280) |
| 净现金流 | | 750 |

公司现金流价格是将公司的市值除以其现金流来计算的。在上面给出的例子中，如果公司市值为1 500万英镑，那么这意味着公司现金流价格为1 500万英镑/75万英镑＝20。

公司现金流价格本身并不表明一家公司是否有强大的现金流，它只是告诉你购买公司股票所需支付的每股现金流的倍数（即股票相对于现金流是便宜还是昂贵）。

健康的现金流可以为以下项目提供资金：

1. 偿还任何贷款；

2. 用于未来资本支出；

3. 为普通股派息；

4. 在市场上回购普通股。（这对于投资者来说是一个好消息，因为它提高了每股收益，并收紧了公司股票的供应，给股价带来了上行动力。）

## 强大现金流的优势

现金流是所有企业的血液，除了可以检查会计有没有做伪账，还可以帮助投资者做出判断：

a. 未来股息是否安全。

b. 流动性和杠杆率可能的趋势。现金流是偿还债务和提高流动性的源头。除非现金流强劲，否则公司的杠杆率将逐步增加，现金流动性将走向恶化。

c. 公司是否过度交易。当每股收益快速增长，但现金流萎缩时，可能意味着出现了过度交易。例如，过量资金可能被锁定在不断扩大的库存和债务人中。这反过来又提出了一个问题，即信贷政策是否过于宽松，或者客户是否可能无力支付债务。

d. 未来的扩张计划和未来拟进行支出的资本是否可以从公司内部获得资金。

## 构建现金过滤标准

为建立一个基于每股现金流量的过滤标准，我们有必要将其与同一会计期的每股收益联系起来。一个在实践中行之有效并且要求并不苛刻的筛选标准。这个标准要求现金流在上一个报告年度和5年的平均值中超过每股收益。一名优秀的经纪人应该能够给你提供必要的相关细节，而REFS也每月都能提供相关信息。下表是1996年5月，JJB体育公司的数据记录。可以看出，1992年的每股现金流仅为1.93便士，而正常每股收益为5.53便士。随后几年，该差额得到了纠正，例如1995年，每股现金流为21.4便士，超过了每股收益19.4便士。资本支出也很好地被现金流覆盖。

**表6-2 JJB体育公司1996年5月的相关数据记录**

| 财年截至1月31日 | | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业额 | 百万英镑 | 29.1 | 34.3 | 43.8 | 61.3 | 89.6 | | |
| 折旧 | 百万英镑 | 0.76 | 0.86 | 0.98 | 1.16 | | | |
| 利息净额 | 百万英镑 | 0.20 | 0.23 | 0.10 | -0.15 | | | |
| 按FRS3准则确定的税前利润 | 百万英镑 | 2.18 | 2.92 | 4.58 | 7.59 | 12.9 | | |
| 标准化的税前利润 | 百万英镑 | 2.20 | 2.93 | 4.62 | 7.75 | | 17.5 | 20.0 |
| 每股营业额 | 英镑 | 1.16 | 1.37 | 1.75 | 2.35 | | | |
| 营业毛利率 | % | 8.24 | 9.22 | 10.8 | 12.4 | | | |
| 资本回报率 | % | 44.6 | 37.1 | 46.4 | 34.8 | | | |
| 净资产收益率 | % | 23.8 | 25.1 | 32.9 | 22.6 | | | |
| 按FRS3准则确定的每股收益 | 便士 | 5.48 | 7.35 | 12.4 | 18.8 | 27.7 | | |
| 按IIMR准则确定的每股收益 | 便士 | 5.53 | 7.39 | 12.6 | 19.4 | | | |
| 标准化的每股收益 | 便士 | 5.53 | 7.39 | 12.6 | 19.4 | 27.7 | 37.4 | 42.7 |
| 标准化的每股收益增长率 | % | | +33.6 | +70.1 | +53.9 | +43.4 | +34.9 | +14.1 |
| 税率 | % | 37 | 37 | 32 | 36 | | 35 | 35 |
| 标准化的市盈率 | 倍 | | | | | 27.2 | 20.2 | 17.7 |
| 每股现金流 | 便士 | 1.93 | 11.6 | 16.2 | 21.4 | | | |
| 每股资本支出 | 便士 | 8.46 | 5.12 | 7.90 | 7.91 | | | |
| 每股红利 | 便士 | | | | 3.22 | 8.75 | 11.0 | 14.0 |
| 每股分红增长率 | % | | | | | +172 | +25.7 | +27.3 |
| 股息率 | % | | | | | 1.45 | 1.82 | 2.32 |
| 股息覆盖倍数 | 倍 | | | | 6.01 | 3.17 | 3.40 | 3.05 |
| 股东资金 | 百万英镑 | 5.23 | 6.74 | 9.03 | 21.6 | | | |
| 净借款 | 百万英镑 | -0.01 | 1.18 | -0.17 | -11.9 | | | |
| 净流动资产 | 百万英镑 | 0.51 | 1.48 | 2.68 | 14.6 | | | |
| 每股净值 | 倍 | 19.2 | 25.3 | 34.5 | 71.9 | | | |

对于一只优秀的成长股来说，如果一年内出现每股现金流量略低于每股收益的情况，但现金流量表和董事长声明都充分表明，差额出现的原因是公司为了扩张融资而增加了债务人和（或）股票，那么这种情况并不令人担忧。然而，公司的5年平均现金流如果低于5年平均每股收益，就会让我迟疑。理想的情况是，上一报告年度和5年平均每股现金流应超过每股收益，这是一个简单而可靠的筛选标准。当然，会有一些奇怪的成长股，它

们有着很差的现金流，但却对此有合理的解释，因此其业绩仍表现得非常出色。但投资本质上是一个平均值的游戏，现金流筛选标准给我带来的安全感超过了偶尔错过好股票的烦恼。

如表6-3所示，现金流筛选标准对在第5章中检验过的市盈增长比率低于0.6的股票业绩的影响会发生变化。

表**6-3** 现金流筛选标准对市盈增长比率低于**0.6**的股票业绩的影响

| 截至以下日期的最近6个月 | 富时全股指数收益率（%） | 市盈增长比率在0.6以下的股票收益率（%） | 加入现金流筛选标准后的收益率（%） |
|---|---|---|---|
| 1995年9月30日 | 13.0 | 23.5 | 26.3 |
| 1995年10月31日 | 9.1 | 20.5 | 20.3 |
| 1995年11月30日 | 9.0 | 22.7 | 20.4 |
| 1995年12月21日 | 11.0 | 27.3 | 24.5 |
| 1996年1月31日 | 6.7 | 18.6 | 18.1 |
| 1996年2月29日 | 5.5 | 13.7 | 14.9 |
| 1996年3月31日 | 6.4 | 27.9 | 14.9 |
| 1996年4月30日 | 10.7 | 29.2 | 33.6 |
| **平均获利** | **8.9** | **22.9** | **21.6** |

总体来说，上面所示的结果有点儿令人失望，因为它们对业绩几乎没有影响。不过，我还是为现金流筛选标准投出支持票，因为它让我感觉更安心，尤其对富时小盘股和刚上市的股票来说，就更是如此了。我还预测，现金流筛选标准将在熊市中发挥最有效的作用。

一些截至1995年9月，为期6个月的有趣测试，可以表明每股现金流的吸引力。REFS分析了富时小盘股中，按照市盈增长比率从低到高排名前55的股票，它们的市盈增长比率从0.32到0.83不等。尽管没有对市盈增长比率进行限制，但平均而言，55只股票中有51只盈利，收益超过市场水平的50%。有趣的是，当用现金流方法进行筛选时，虽然它剔除了一些赢家，但也成功淘汰了4只亏损股票中的3只。

每股现金流至少要超过每股收益的要求不是硬性的。投资者可以在筛选股票时坚持1.5倍的覆盖率，这是一种更严格的标准。1倍覆盖率的好处是它很简单，而且似乎效果不错。因此，我建议如果一家公司的每股现金流比

其每股收益要好得多，那么在最终权衡是否买入股票时，应把这一点作为加分项考虑。

## 资本支出

资本支出是对现金流的使用，不应把它当作对现金流收取的费用。然而在某些情况下，资本支出是企业持续经营所必需的。（例如，为了完全相同的目的，用新机器替代旧机器。）

建造新工厂和为新工厂添置新设备的资本支出则是另一回事。不幸的是，我们很难区分扩大性资本支出和必要的替代支出。然而，投资者应该关注每年的资本支出水平，并试图从经纪人通告、新闻信息中找到这些资本支出有多少是扩张性的，又有多少是强制性的。

在REFS中，我们从每股资本支出统计数据中排除了房地产，因为用于房地产的资金通常是扩张性的，几乎总是可自由支配（因为房地产可以出租）。这几乎是很随意的（因为财产可以出租），当然，这是一个非常武断的方法，但它似乎卓有成效并可以让我们观察到一些有趣的结果。例如，在1994年之前的5年中，供水公司已将大部分现金流用于资本支出。然而，电力公司用在资本账户上的现金支出只有约50%。

有些公司（通常是工程公司）必须花费巨资建造新工厂或替换机器以维持生存。然而在零售业中，还有其他一些公司更愿意发放现金，它们对资本支出的需求很小。

强烈依赖股东资金的公司可能被称为“现金无底洞”。根据我的经验，这类公司很少对投资者友好。所以，要避免投资过去5年资本支出超过现金流的公司。你要寻找那些现金流远远超过资本支出的公司，这样的公司才能为股东留下有价值的东西。

1995年6月，一位读者写信给我，他认为相较市盈率来说，所有者价格—收益比（price-to-owners’earnings ratio，POER）是一个更有意义的指标。比如，你可以在两家公司中进行选择，两家公司都刚刚公布每股收益为50便士，每股现金流为100便士。如果A公司是个“现金无底洞”公司，为了维持业务，每年必须在资本支出上花费70便士，而B公司只需花费30便士，那么B公司显然更具吸引力。对于A公司来说，“所有者收益”（现金流减去资本支出[2]）仅为每股30便士（100便士减去70便士），而对于B公司而言，该数值则为每股70便士（100便士减去30便士），B是A的2.3倍。这些宝贵的所有者收益可以用来增加股息、偿还债务和实现真正的扩张。

只查看1年的账目，是不可能判断一家公司是否将大部分现金流用于资本项目的。你应该检查公司5年的数据，找到每股收益和现金流之间的长期关系，以及资本支出可能需要的现金流比例。

假设A公司和B公司都预计未来每股收益将增长20%，并且目前两者的报价均为每股6英镑。明年两个公司的每股收益都将从50便士增长到60便士，所以两家公司的市盈率都是10，它们的市盈增长比率为0.5（10除以20），也很有吸引力。此时，只有计算出POER，两者之间的差异才会变得明显。

假设两家公司的现金流通常是每股收益的2倍左右，而A公司通常将其可用现金流的70%用于资本支出，而B公司的平均支出仅为30%。这两家公司的比较如表6-4：

**表6-4 A、B两家公司的数据比较**

| | 公司A（便士） | 公司B（便士） |
|---|---|---|
| 预期每股收益 | 60 | 60 |
| 每股现金流 | 120 | 120 |
| 减去资本支出 | 84 | 36 |
| 所有者利润 | 36 | 84 |
| 股价 | 600 | 600 |
| POER | 16.6 | 7.1 |

A公司和B公司POER值的差异令人吃惊，B公司在很大程度上确实更具吸引力。写信给我的读者还建议，也许可以进一步计算出一个POER值的增长因子，就类似于市盈增长比率一样。关注REFS里面的内容，我们可能会将其纳入。

## | 总结 |

1 现金流比收益更难伪造。

2 较低的公司现金流价格本身并不意味着一家公司拥有强大的现金流。公司现金流价格只是告诉你股票相对于现金流是便宜还是昂贵。

3 公司需要健康的现金流来支撑如下项目：

- 偿还贷款
- 未来资本支出
- 普通股股息
- 在市场上回购普通股

4 现金流有助于显示：

- 流动性和杠杆率趋势
- 股息是否安全
- 公司是否过度交易
- 未来的资本支出是否可以从内部融资

5 适用于市盈增长比率股票的一个简单的附加筛选方法，是确保每股现金流超过上一报告年度和前5年的平均每股收益。

到目前为止，这种筛选标准在8个为期6个月的周期测试中显示，其对结果没有影响。然而，现金流筛选标准使投资者更安心。预计它将在熊市中起到更为有效的作用。

6 应避免投资资本支出经常超过每股现金流的“现金无底洞”公司。所有者收益数值高是衡量成长股的一个非常理想的指标。

---

[1] 在定期审查所有会计准则政策的过程中，英国会计准则委员会发布了修订FRS1准则的建议。如果能被接受，这个关键财务报表中提供的数据将更有价值。

[2] 沃伦·巴菲特通过将折旧、耗损和摊销费用计入净收入来计算所有者收益。然后他扣除公司可能需要的资本支出以及维持其经济地位和单位产量所需的所有额外营运资本。以REFS提供的5年期每股现金流数据扣除资本支出，可以很快计算出接近巴菲特计算方法的结果。

# 第7章

# 相对强度

用市盈增长比率作为筛选标准大大缩小了潜在的股票投资范围，利用现金流分析可以使我们更有安全感。现在，我们可以进入选择过程的最后阶段——发现能真正一飞冲天的公司。我的第三个筛选标准是股价在上个月和上一年相对于市场的水平。尽管很多人都认为近期表现不佳的股票具有最大的上涨潜力，但实际上，表现最好的股票往往是那些已经开始像赢家一样跑赢大盘的股票。

我认为，过去12个月的相对强度是一个非常重要的参考指标，我也在REFS中的每张表格里列出了该数据。此外，我们还提供了两组相对于两个特别指数的相对强度表。我并不是唯一把相对强度作为投资标准的人。

1996年2月，美国的一个投资周刊——《巴伦周刊》介绍了吉姆·奥肖内西即将出版的一本新书。作者使用标准普尔计算机统计数据库对过去43年的数据进行了研究，对每一种可行的投资方法进行了测试。他发现购买美国股票的10种最佳策略中，每一种策略都涉及相对强度的某些因素，即根据该股票在前一年相对于其他股票的表现来判断股价强弱。

判断股价相对强度的正负还是很容易的。假设富时精算全股指数代表市场，点位为1 800点，同时一家公司的股价为100便士。如果这个月市场上涨18点，也就是1 800点的1%，除非公司股价上涨至少1便士，否则其相对强度就是负值。如果股价上涨1便士，那它的增长就与市场的增长相匹配，其相对优势是中性的。如果股价上涨超过1便士，其相对优势就是正值。

要计算准确的相对强度百分比，方法就有点复杂了。假设股价从100便士开始，在某时期内上涨10%至110便士，而同期市场上涨20%，那么该月股票的相对强度为-8.5%。市场上升到前期水平的120%，股票只达到了前期水平的110%，两者之间10%的差额就是120%的8.5%。

再举一个例子，当市场上涨20%时，股票从100便士下跌到80便士。在这种情况下，股票价格达到前期水平的80%，而市场则上涨到前期水平的120%。以120%作为基数，计算二者之间40%的差额，得到相对强度为-33.3%。

最后一个例子是，如果把前面的例子反过来，即股价上涨了20%，达到120便士，而市场下跌了20%，则相对强度将是＋50%。股价是前期的120%，市场是前期的80%，二者之间40%的差额是80%的50%。请注意，相对强度百分比总是以市场表现为基数来计算的。在第一和第二种情况下，市场表现上升到其原来价值的120%，在第三种情况下，市场表现下降到其原来价值的80%。

好消息是，只有读者当中的数学家才需要考虑相对强度是如何计算出来的。REFS为订阅的客户做了所有计算，并将它们显示在公司条目的图表中，正如图7-1所示。作为一个投资者，你只需要知道，一个表现出正相对强度的股票比其他市场的股票表现更好，而一个表现出负相对强度的股票则举步维艰。

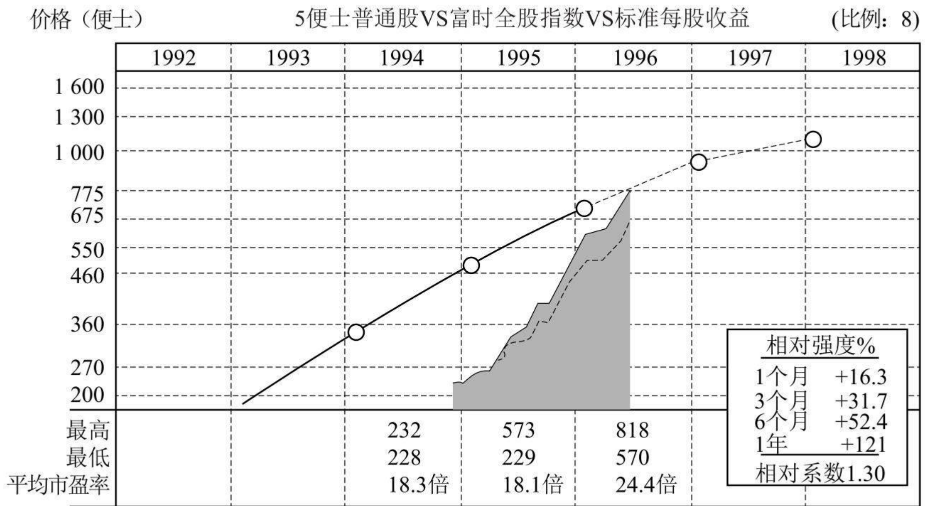



图**7-1 JJB**体育公司股价的相对强度

相对强度线通常是在阴影区域内浮动的虚线，支撑着股价走势曲线。相对强度通常会在股价起点重新调整，因此它总是从与股价走势曲线有相同的起点。

你还可以在JJB体育的图表右下角看到一个小方框。它显示了最近1年、6个月、3个月和最近1个月的相对强度。此外，月度表展示了股票的所有指数，以及最低和最高强度是多少，另外在最低市盈增长比率的股票月度报表中也有一列，它显示了相关股票最近1个月和1年的相对强度。

## 第三个筛选标准

作为第三个筛选标准，相对强度有两个要求需要满足。首先，前1个月的相对强度应该是正的（即使0.1%也可以）；其次，前12个月的相对强度应该是正的，并且大于最近1个月的数字。下图以1996年6月的佩森公司，一家相对强度很好的公司，以及泰力斯派，一家举步维艰、不符合要求的公司为例来说明。

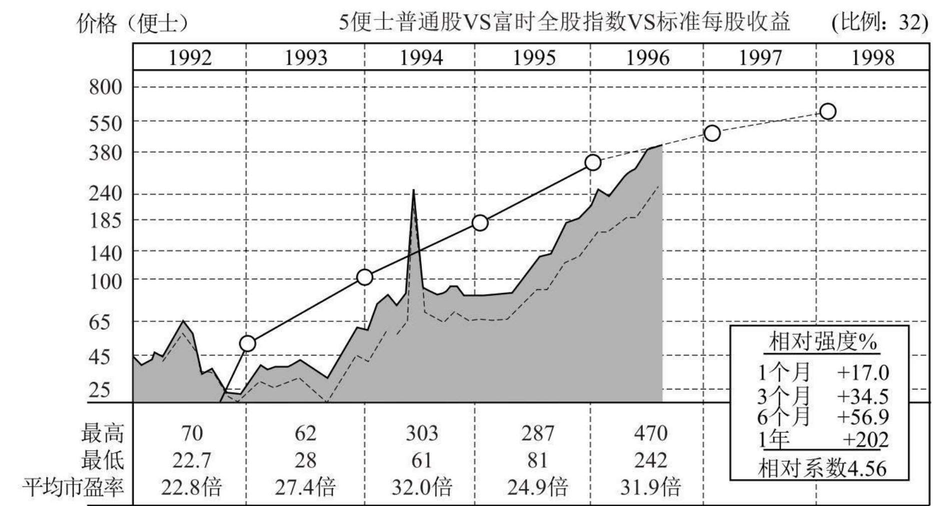



图7-2 佩森股价的相对强度

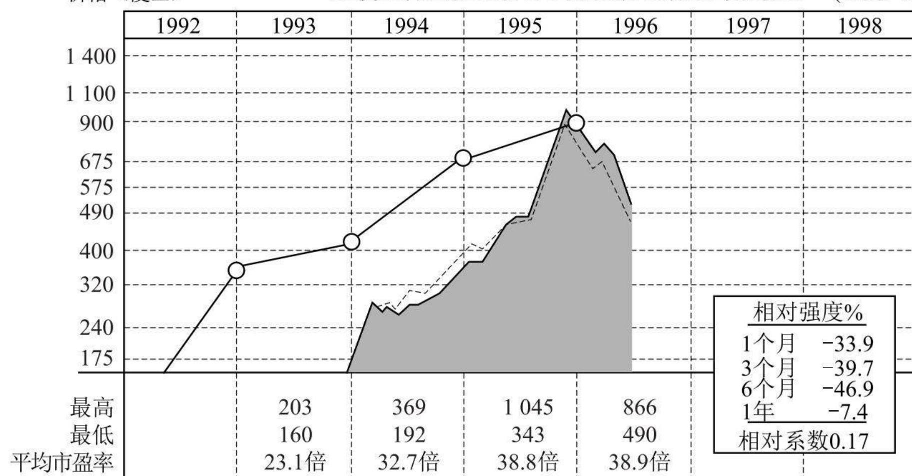



图**7-3** 泰力斯派股价的相对强度

在牛市中，使用相对强度作为投资标准的效果非常好，它能找出那些表现得像赢家的公司。一只股票如果在市场上开始表现出不稳定的状态，就可能已经有很多人知道即将发布的坏消息，正在出售他们的股票。

在购买股票时，投资者应该做的最基本的事情是，确保其所购买的股票表现得像一个赢家，而且它在市场中的未来前景看起来不错。

现在，看一下将相对强度筛选标准应用于那些之前在市盈增长比率和现金流测试中幸存下来的股票。如下表所示，相对强度是一个非常成功的筛选标准：

表**7-1** 市盈增长比率在**0.6**以下的股票经过相对强度筛选后的结果

| 截至以下日期的最近6个月 | 富时全股指数收益率（%） | 加入现金流筛选标准后增幅（%） | 加入现金流以及相对强度筛选标准后增幅（%） |
|---|---|---|---|
| 1995年9月30日 | 13.0 | 26.3 | 45.7 |
| 1995年10月31日 | 9.1 | 20.3 | 23.4 |
| 1995年11月30日 | 9.0 | 20.4 | 26.7 |
| 1995年12月31日 | 11.0 | 24.5 | 45.9 |
| 1996年1月31日 | 6.7 | 18.1 | 34.1 |
| 1996年2月29日 | 5.5 | 14.9 | 15.4 |
| 1996年3月31日 | 6.4 | 14.9 | 39.4 |
| 1996年4月30日 | 10.7 | 33.6 | 45.7 |
| **平均收益** | **8.9** | **21.6** | **34.5** |

符合条件的股票数量从大约25个减少到9个，但结果是惊人的。仅在6个月内，股价的平均增长率约为34.5%，而使用现金流和低市盈增长比率筛选出的股票的增长率为21.6%，整个市场的超额增长仅为8.9%。

## 进一步的证据

在第15章中将进一步证明低市盈增长比率、强劲现金流和高相对强度这三个筛选标准的有效性。我曾挑选了一个新年投资组合，组合内有8只符合所有筛选标准的股票，并在《星期日金融邮报》上向公众进行了展示。截至1996年6月底，这8只股票在扣除所有费用后平均获利22.4%，而整个市场只上涨了3%。

此外，我儿子马克管理的基金——约翰逊·福来·斯莱特成长基金提供了更多证据。马克于1995年7月开始管理这个信托基金，到10月31日，他已将该投资组合转换为市盈增长比率低、现金流强劲和相对强度较高的股票。截至1996年6月5日，投资组合扣除包括管理费在内的所有成本后，已经升值36.9%，而市场仅上涨了11.2%。在此期间，斯莱特成长基金也是英国成长型板块内业绩表现最佳的信托基金。

2000年10月，美盛集团收购了约翰逊·福来·斯莱特基金之后，决定将斯莱

特成长基金的管理权交给公司内部。美盛集团改变了基金的投资方式，将精力集中在高价格的科技股上，而事实证明这是错误的。

现在，我儿子马克正在为一个新的斯莱特成长基金做顾问。有趣的是，由于采用市盈增长比率原则及其他所有标准进行投资，2010年10月，它在所有2 829个同类产品中排名第一，收益率达到了75%。

## 关于相对强度的更多信息

采用最近1个月的相对强度作为筛选标准时要记住，在经历了长时间的高速增长后，优秀的成长股有时会停下来喘息。但只要总体趋势是完整的，同时公司也继续专注在自己的业务上，这种喘息就不一定是警报。因此，我有时会对1个月的相对强度标准放松要求，只要过去3个月的相对强度仍然是正的，就可以接受最近1个月的相对强度出现轻微的负值。然而，对于12个月的相对强度标准，我非常相信它，绝不会放松要求。

正是股价在几个月内持续走弱，才导致投资者重新考虑一家公司是否在其投资组合中占有一席之地。本章的目的并不是研究买入股票后的后续行动。但非常清楚的是，当一家成长型公司的股票表现令人失望，与市场背道而驰时，与该公司进行合作是毫无意义的。寻找折价资产的价值投资者可能不同意这一观点，但成长型投资者应专注确保股票背景没有任何问题，确保公司未来前景仍然乐观。

在熊市中，相对强度筛选标准几乎可以确定不会发挥那么好的作用。在牛市中，上涨最多的股票是那些具有最佳相对强度的股票。但在熊市的最后一个阶段，投资者争相获利离场，不再关注公司的基本价值。此时，他们往往会卖出那些创造收益最多的股票。如果你能挺过这场风暴（幸运的是，熊市往往相对短暂），低市盈增长比率和强劲现金流应该会支撑住股价，并帮助其修复。随着市场开始上涨，这类股票通常是最先完成修复的。

以一个典型的低市盈增长比率股票为例，其未来一年的市盈率为15，年收益增长率为30%。经过一年的增长，如果股价保持不变，市盈率将降至11.5。再过一年，市盈率将跌至8.9。如此便宜的价格，即使是最悲观的基金经理也会考虑买入一些。

作为一个专注基本面的投资者，我一直认为每股现金流比相对强度更重要。然而，从目前的测试结果来看，相对强度筛选的结果胜过了现金流筛选的结果，所以我很乐意修正我之前的偏见。

# 技术分析

图表专家们以如下假设为基础开展工作：不管基本面（如波动倍数和资产价值）如何，由股票历史价格组成的图表反映了所有投资者对未来的希望和担忧。他们还认为，价格通常会遵循一种趋势，他们所做的则是与趋势共舞，而不是试图估计公司未来的收益。图表专家还在尝试找到购买股票的最佳时机。在这个最佳时机，上行的潜力最大，下行的风险最低。

我一直对图表专家持怀疑态度。然而近年来，我已转变了想法，开始相信图表是投资者的一项重要工具，特别是过去12个月的股价相对强度，这是一个重要的投资筛选标准。

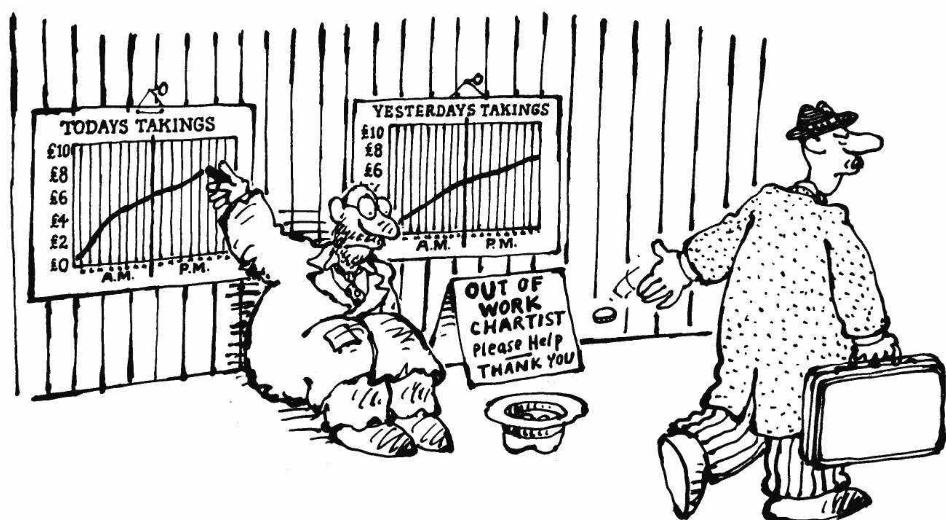



图7-4 走投无路的图表专家

为了澄清我对图表专家的态度，接下来我将详细列举技术分析所能发挥的作用：

1.图表确实可以快速地告诉我们在一个特定时期内，股票价格总体发生了哪些变化。我特别喜欢REFS中的图表，其中用三个单独的线条描绘了股票价格、相对强度和每股收益的增长。这使人们很容易认识到成长股的优劣。股价上涨、优秀的相对强度，再加上强劲的每股收益增长预期，这是最令人鼓舞的画面。

2.图表专家和技术分析师使用不同的投资逻辑，其中大多数都是基于“趋势

是你的朋友”这句老掉牙的话。因此，信条的拥护者倾向于控制损失和追加盈利，这意味着他们已经遵循了所有投资指导原则中最重要的一条。

3.大量投资者相信图表的作用，因此图表专家的一些预测就能实现。一个众所周知的购买信号促使大家买入，而买入行为又反过来抬高了价格。相反，一个被广泛认可的看跌模式则具有相反的效果。

4.一年中的某月是决定买入股票时机的重要因素之一。毫无疑问，从历史上看，对于投资者来说可能有几个月买入股票的收益比其他月份要好。其中，1月是最好的月份之一，6月则是最坏的月份之一，所以我们就听到了“5月卖股票”这条著名的股市格言。

毫无疑问，选举周期、预算、天气以及新年伊始的热情都在一定程度上导致股票市场在某些月份收益更好。然而，我的态度确实与那些极端狂热者不同，他们会认为2月19日可能比2月18日更好或更坏，仅仅因为在过去的几年里，2月19日的表现一直比2月18日更好或更坏。

5.估波指数或许是牛市到来的最可靠信号。自1948年以来，它从没有给出过错误的信号，并且基于最近10次购买信号而买入股票的平均收益达到了30%。由于估波指数是根据移动平均数计算的，所以要知道何时有很强的看涨信号是相对容易的事情，但是该指数无法提供可靠的卖出信号。

6.长期筑底之后一次强有力的向上冲击，即一次强劲的上涨，经常能以图表的形式强调正在发生着的事情。董事的购买行为或最近管理层变动的消息则可以为此提供强有力的证据。

7.股价穿过移动平均线，而平均线本身也正在提高，这通常是一个可靠的看涨信号。相反，股价跌破移动平均线通常是看跌信号。

## | 总结 |

1 最近12个月的良好相对强度，是吉姆·奥肖内西基于标准普尔计算机统计数据库过去43年的数据，研究10种最佳投资策略时发现的策略组成部分。

2 在REFS中，相对强度在股价图中用虚线表示。最近1个月、3个月和12个月的详细数值在图表右下角的小方框中。大量的表格详细展示了股票在上个月和上一年最好和最差时的相对强度。

3 我建议把前1个月的相对强度为正、最近12个月的相对强度变大作为第三个筛选标准。在经过8个长达6个月的周期后，使用这个筛选标准，可以将平均收益提升到惊人的34.5%。而如果仅将低于0.6的市盈增长比率和强

劲的现金流作为筛选标准，投资收益为21.6%。同期市场仅增长8.9%。

4 如果1个月的相对强度稍为负，只要公司3个月的数据仍然为正，并且该公司完全满足其他所有投资标准，我们就可以适当放宽标准。

5 相对强度筛选标准在熊市中可能不那么有效，因为投资者经常如惊弓之鸟，不考虑潜在价值，只顾获利离场。

6 本章详细阐述了技术分析的许多其他优点。

# 第8章

# 管理层分析

投资中重要的事情之一就是确保你投资的所有公司的管理层既称职又可信。但是，要投资者根据简短的会议公告、年度报告、经纪人通告，或从杂志和报纸的报道中进行判断是非常困难的。

任何人都可以从像能多洁这样的知名公司出色的成长记录中看出，其首席执行官克莱夫·汤普森对管理艺术已经颇为了解，能够有效激励他的团队。同样，即使是像旗舰公司这样不太知名的公司，从公司连续10年的每股收益增长率记录来看，克莱·布伦德的表现也无疑是一流的。但是，对投资者来说，处于萌芽阶段的公司的业绩信息不足，他们难以对管理层的能力做出明智的判断。

重要的是，如果一家公司的管理层有意糊弄你，那么它只会打出那些有利于自己的牌。例如，你可以去拜访一家工程公司的首席执行官，让他带你参观工厂，然后加入一个由他同事组成的精选小组，与他们共进午餐。毫无疑问，如果在你参观工厂的过程中，首席执行官详细解释了一种最先进的新机器的内部工作原理，而这种机器将改变公司核心业务的盈利能力，你一定会印象深刻。同时，他也可能用胳膊搂住一个操作员的肩膀，说："弗雷德已经和我们在一起18年了。新机器怎么样了，弗雷德？"从这两件事中，你可能会得到这样一种印象：首席执行官与员工有良好的个人关系，而且在谈判中，他也很有天赋。

当然，你可能是对的。然而，还有一种可能：首席执行官只研究了一两台机器的技术细节，当他带领访客参观工厂时，他与弗雷德的对话也是事先演练过的。甚至，有可能弗雷德的真名其实是查理，但他太害怕了，不敢反驳。

同样你也可以想象，在与其他高管共进午餐时，他们肯定会避免谈到新产品出现的问题，或他们管理的其中一家工厂即将发生的罢工。相反，话题可以很容易地被引导到令人愉快的销售额增长或者节省了多少管理费用，以及最近的收购可能给公司带来的其他好处。

要记住一点，你是在一个对方已经充分了解，并可以施加控制的环境中与该公司的首席执行官会面，所以你是在他状态最好的时候见到他的。这与通过长期的接触、试探而与管理层建立起来的关系大不相同。很多时候，

我遇到的令我印象深刻的首席执行官在他们公司参与的投资中获得了异常丰厚的回报。在几年的时间里，我逐步了解了相关的管理层人员，我对他们的信心也随着他们持续履行对股东的承诺而逐渐增强。但同样遗憾的是，我也有一长串令我非常失望的管理层人员名单。

也许在拜访某家公司时，最有效的方法就是找机会观察高管和员工平时的行为和态度。员工接电话快速、愉快、高效吗？前台员工是否保持警觉并随时待命？员工能否及时处理问题，并且有共同的目标？与你交谈的员工是否对公司充满热情，并且显然对此感到自豪？他们是你想雇用的那种人吗？总之，有没有一种你看到的企业精神会使你的投入回报颇丰？

## 考察管理层的几种方法

以下是一些我的建议，希望能改进你对所投资公司管理层进行评价的方法，并对其进行监控，以确保你能得到准确的反馈：

**1.**年度股东大会

参加年度股东大会是一个好主意，可以看看大会是否组织得很好，董事长和首席执行官在现场的问答环节表现得怎么样。不过要记住的是，即使是在年度股东大会上，管理层也经常事先安排好将要提出的问题。

**2.**年度报告

过度铺张的年度报告中充斥着彩色照片，尤其是董事长和其他董事的照片，这通常是一个令人担忧的迹象。最著名的例子是SpringRam（一家英国纺织公司）公司，它每年都利用这个机会强调一个贯穿整年的主题，比如“团队合作赢得胜利”。在经历了一次重大困难后，创始人比尔·鲁尼就因外部机构施加的压力而被撤职了。

当然，你应该仔细阅读审计报告，以确保没有任何形式的保留意见。你还应该经常阅读报告和报表中的详细说明，因为有时非常重要的信息会被隐藏在不起眼的小字中。




图**8-1** 充斥着虚假信息的年度股东大会

**3.**董事会的组成

许多年前，在《星期日报》上出现过几篇有趣的文章，文章建议建立一个评估董事会质量的评分体系。我记不清加分项是怎么样的了，但我确实记得董事会中有政治家、海军上将等是扣分项。我想，作者潜在的想法是，政治家和海军上将加入董事会只是增加了一些噱头，他们不会对一家公司的发展产生影响或做出贡献。

**4.**首席执行官的外部活动

你要当心那些总是吹嘘自己行业的首席执行官，他们似乎总是在接受有关国家经济和行业动态的采访。比起为公司考虑，他们可能会花更多心思去争取爵士头衔。

**5.**公司主要高管的生活方式

当心那些有着明显浮夸痕迹的首席执行官。他们拥有个性化的汽车、飞机、属于公司的房产等。

如果首席执行官对买下一家足球俱乐部感兴趣，或希望成为其中一家俱乐

部的主席，这可不是一个好兆头。

**6.**未能达到预期利润

所有没能让利润达到预期的首席执行官都将面临职业风险。再获得机构的支持将困难得多，因此进一步的筹资能力可能会受限。即使利润大幅度下滑后能达到经纪人的一致预期，这也可能是一个严重的问题。如果大量高薪经纪人的分析能力受到质疑，他们会想办法把问题归咎于公司。

**7.**顾问的能力

由于许多成长型公司的未来发展在很大程度上取决于股票的配售，因此公司的经纪人、商业银行家和投资机构的素质就是我们需要考虑的重要因素。一个即将上任的一流执行团队总能得到大力的支持。

我在进行投资时主要关注财务统计数据。不过，我会密切关注上述这些指标，让我对公司和首席执行官有充分的了解。偶尔遭遇的一些教训教会我：这些措施通常会使你对一个公司产生某种印象，这比拜访公司或与首席执行官共进午餐更有效。

## 首席执行官变更

新首席执行官的上任预示着一家公司将进行彻底转型。如果即将上任的首席执行官是一位有着良好业绩的知名人士，而且他所加入的公司管理不善，这种事几乎一定会发生。

阿奇·诺曼被任命为阿斯达集团的首席执行官就是一个典型的例子。下面两张图显示：当首席执行官任命完成后，公司股价随之大幅上涨。

通常很难判断一个新的首席执行官是否真的能胜任其岗位。调查一下首席执行官任职的前一家公司的每股收益增长率记录是必要的，但这些信息往往不容易得到。因此投资者不得不依赖报纸上的评论和杂志上的公司简介。




**图8-1** 阿斯达集团的股价（**1991**年**12**月—**1996**年**6**月）




**图8-2** 格拉纳达集团的股价（**1991**年**12**月—**1996**年**6**月）

REFS提供了过去12个月公司首席执行官变动的细节，以及新闻稿中的实际评论。首席执行官的正式退休公告令人感到遗憾。有时候这是真实的，但在某些情况中，“由于健康原因而退休”可能意味着“人们普遍评价他不称职”。“希望减轻其行政责任”也是一种礼貌的说法，实际是“他已经对公司

造成了足够大的损害”。

应该记住，对一个非常有能力的新任首席执行官来说，硬币的另一面是他（她）可能会受到更好的工作诱惑。因此，过分依赖新任首席执行官，依靠他集中精力确保所管理的业务健康发展是不明智的。职业经理人们是流动的，经常从一家公司跳到另一家公司，乔治·辛普森从卢卡斯公司跳到通用电气公司就是活生生的例子。

一个优秀的新任首席执行官可以是我们决定投资该公司的主要原因，但这不应该是唯一的原因。沃伦·巴菲特略显挖苦的评论证实了这一点：“当一名以业绩卓越著称的管理者处理一家糟糕的企业时，企业的声誉是不会改变的。”

## 董事的股票交易

毫无疑问，董事持有大量的公司股票是令人鼓舞的事，这样他们的钱就和你的钱位于同一战线了。

在最终做出买卖股票的选择之前，投资者通常应该了解董事最近进行了哪些股票交易。值得注意的是，在1993年8月的一项研究中，斯密斯新院公司（现在是美林证券的一部分）证明：只要追随董事进行交易，投资者是可以跑赢市场的。

最需要铭记在心的是，董事的购买行为远比卖出行为重要。动用大量资金买入公司股票的董事可能觉得当前股票价格被低估，股票是比现金更好的投资选择。但是，同样的论点不一定适用于相反的情况。董事可能认为股票价格被高估而卖出股票，但其他目的也可能导致他卖出部分股票——购买新房、接到银行的电话，或只是为了过一下奢侈的生活。

另一个需要重点关注的问题是，多少董事选择买入或卖出。如果有很多董事都在买入股票，这就大大加强了股票的买入信号。如果有很多董事都在抛售股票，卖出信号也就更鲜明了。

股票交易量占董事持有股票数量的多少很重要，做出交易行为的董事的职位也同样重要。一位已经持有超过100万股的主席，又买入10 000股股票，这不算什么大不了的事情，他可能只是在公司的困难时期彰显自己的信心而已。但一位财务总监将其持股比例从10 000股提高到20 000股，这则是一个强烈的买入信号。同样地，如果一位销售总监原先仅持有12 000股，但现在卖出了10 000股，这会拉响我的警报，让我处于红色警戒状态。

**表8-1 Blacks Leisure（英国最大的户外用品零售商）集团董事交易时间表**

| 3 180万股50便士普通股 | | | | 英镑 | 持股 |
|---|---|---|---|---|---|
| 奈特 | 11月6日 | 买入 | 以50便士价格买入50 000股 | 25 000 | 171 396 |
| 本特利 | 1月5日 | 买入 | 以64便士价格买入50 000股 | 32 000 | 285 500 |
| 奈特 | 1月5日 | 买入 | 以64便士价格买入50 000股 | 32 000 | 221 396 |
| 班尼特 | 1月5日 | 买入 | 以64便士价格买入5 000股 | 3 200 | 10 000 |
| 博伊森爵士 | 1月5日 | 买入 | 以64便士价格买入10 000股 | 6 400 | 40 000 |
| 伯恩斯坦 | 1月5日 | 买入 | 以64便士价格买入50 000股 | 32 000 | 50 000 |
| 本特利 | 2月29日 | 买入 | 以69便士价格买入25 000股 | 17 250 | 310 500 |
| 奈特 | 2月29日 | 买入 | 以69便士价格买入40 000股 | 27 600 | 261 396 |
| 伯恩斯坦 | 2月29日 | 买入 | 以69便士价格买入50 000股 | 34 500 | 100 000 |

上述董事交易时间表摘自1996年4月的REFS资料库。正如你所看到的，这是一个典型案例：一群董事在已持有的股票的基础上又大量购买了该公司的股票。1996年1月，第一批董事以64便士的价格买入股票。2月，又有董事以69便士的价格买入大量股票，这些行为成功吸引了我的注意。5月下旬，公司的年度业绩报告显示了其利润的大幅增长。经纪人则预测，公司今年将取得更大的成功。报告公布后的第二天，股价便应声上涨到了160便士。

除非董事的买入量非常可观，否则一个董事接受任命时购买股票并非一定是利好消息。此外，以购买即将到期的期权的方式买入股票，不如正常地从二级市场买入股票。但是，如果期权对应的是额外保留的股份，这可能是一个令人鼓舞的利好消息。

公司在业绩报告公布前有一段窗口期，在这段时期，董事们是无法进行股票交易的。熟记这些关键日期非常有用，因为回过头来看，在窗口期到来前1个月左右进行交易往往是非常明智的。

要想搜寻董事的交易细节，最简单的方法就是询问经纪人，他们的屏幕上每天都在显示交易信息，应该能够为你提供前几个月交易的细节。

REFS详细显示了董事们过去6个月的交易情况以及大量的其他统计信息，包括董事的职位、交易性质和剩余股份。尽管几位董事的交易可能是一个

有趣的投资指标，但它们仍无法替代对公司财务数据和前景详细审查的投资方式。但是，当你决定买入该股票时，如果能发现董事已经用实际行动赞同了你的意见，这总是一件让人高兴的事情。相反，当看到他们大量卖出股票时，你就很难对那家公司产生太大热情了。

## | 总结 |

1 随着公司逐渐成熟，每股收益的增长记录是判断管理层能力的最佳标准之一。

2 对于尚未成熟的公司，每股收益的增长率是非常重要的，但这个记录的时间可能不够长，无法由此判断管理层的能力。

3 如果管理者有意糊弄投资者，牌桌的风向就会有利于他们。投资者应尝试从以下几个方面进行全面考虑：

a. 年度股东大会

b.年度报告

c.董事会的组成

d.首席执行官的外部活动和生活方式

e.能否达到预期的利润

f.顾问的能力

此外，员工的态度也可以作为一个很好的指标。他们电话接得快吗？他们有目标感吗？他们为自己的公司感到骄傲吗？

4 任命新任首席执行官预示着公司命运将发生重大变化。阅读媒体新闻和相关公司简介，尝试寻找即将上任的首席执行官在以前的公司工作时，对每股收益增长的贡献记录。

5 董事的股票交易是挑选股票的有效指南。多位董事同时买入是一个非常好的看涨信号。

你还应该考虑董事的职位以及剩余股票变动的百分比。请注意，在窗口期到来前1个月左右进行交易往往是非常明智的。

6 REFS提供了过去12个月的首席执行官变动消息，以及过去6个月中详细的董事交易信息。

# 第9章

# 竞争优势

公司的竞争优势可以巩固未来的收益，并提高利润预测的可靠性。竞争优势有时被称为“商业特许经营”，它能以如下几种不同的方式存在：

**1.**顶级品牌

可口可乐、麦当劳、玛莎百货和索尼这些耳熟能详的品牌名称。

**2.**专利或版权

多年来，葛兰素史克公司都是一个很好的例子。另外，随着全球有线电视和卫星电视的发展，唱片、书籍和电影的版权现在也具有巨大价值。

**3.**法定垄断

水利和电力公司因受到法律的保护，不受竞争的影响，但它们也同样要受到监管。而像卡尔顿和格拉纳达集团这样的电视公司，尽管需要重新获得经营许可，但它们目前拥有的特许经营权仍然价值连城。

**4.**在一个行业中占据主导地位

像《华尔街日报》《金融时报》、微软、迪士尼和能多洁这样的企业就是最好的例子。

**5.**在细分市场中已经形成的市场地位

德鲁克控股，这是一家专注于制造和销售电子压力测量、力量测量和温度测量设备的优质英国公司。这家公司就是一个很好的例子。如图9-1所示，德鲁克控股一直是一家很好的成长型公司。

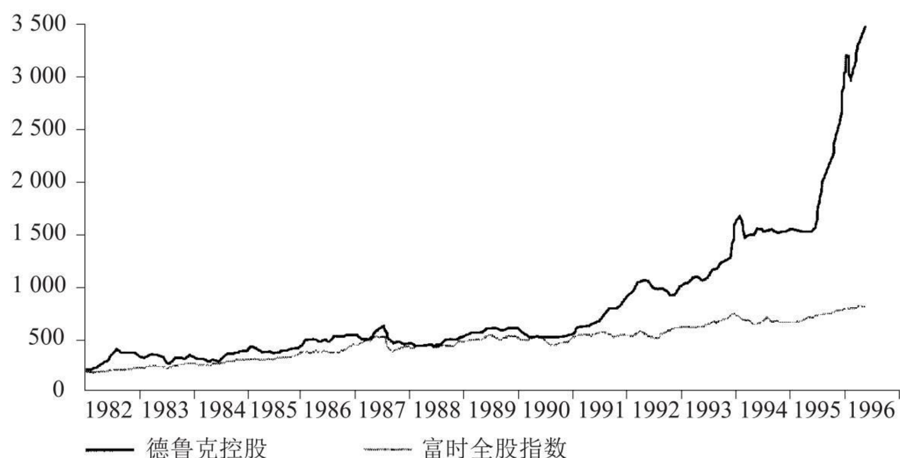



**图9-1 德鲁克控股的股价（1991年12月—1996年6月）**

在众多选择中，显然，投资者最好应该投资那些跟竞争对手相比有明显优势、不易受到攻击的企业。比如，路透社和玛莎百货这样拥有特许经营权的公司，其他公司很难与之竞争。相比之下，那些没有任何特许经营权的企业，如小餐馆、建筑商和装饰商，以及一般的工程企业，对投资者来说是没有吸引力的。这些行业准入门槛很低，所以，只需投入很少的资本和处理一些困难之后，任何人都可以加入这些行业。因此，它们的失败率很高。

沃伦·巴菲特几乎只投资拥有各种强大商业特许经营权的企业，如可口可乐、美国运通和迪士尼。他以自己独特的方式总结了投资哲学的一部分重要内容：

> 你可以通过假设一个有钱的聪明人的举动来衡量特许经营权的质量。如果你给我10亿美元，同时给我50位美国商界精英，我可以打败商界和新闻界。但是，如果你对我说："去拿下《华尔街日报》。"我会马上把10亿美元退还给你。

现在，顺便提一下，如果你给了我同样数额的钱，并且告诉我要削弱奥马哈国家银行或奥马哈的主要百货公司的盈利能力，改变其市场地位，那么我可以让它们在一段时间里的处境非常艰难。在这个过程中，我可能不会给你太多好处，但我可以给它们带来很多麻烦。对于一个企业来说，真正

的考验是竞争对手能对它造成多大损失。

有些公司在它们周围修建了既宽且深的护城河，河里有鳄鱼、鲨鱼和食人鱼。这就是你想要的那种公司。在我年轻的时候，即便是约翰尼·维斯穆勒[1]穿着盔甲都不能渡过这条护城河。确实有这样的公司。

## 正确的行业

正如我在第3章中所说的那样，有些业务版块比其他版块更具吸引力。例如，媒体、制药和支持服务业背后就有一股助推之风。相比之下，造船、重型工程和纺织业一直在与逆风的环境做斗争。这些行业都属于高度劳动密集型行业，而且越来越多地受到来自廉价劳动力国家国际竞争的冲击。

在被问及如何成为百万富翁时，理查德·布兰森强调了不投错行业的重要性。他是这样回答的："这很容易，首先，你要成为亿万富翁，然后买下一家航空公司就行了。"

每月的REFS表格中都详细包含了每个行业的细节信息。例如，表9-1是摘自1996年5月的一期REFS报表，它显示了酿造、酒吧和餐馆行业的信息。

行业成员按照市值从高到低进行排序。这样，报表就显示了每家公司所处的确切位置及其关键的统计数据，特别是公司已动用资本回报率、利润率、市销率，同时还将公司的数据与市场和行业的平均值以及与同类别其他公司的数据进行了比较。

一旦确定了潜在的候选股，这些表格的作用就显现出来了。此外，在找到自己青睐的行业之后，这些表格在帮助你发现新的候选股方面的作用更明显。

**表9-1 来自REFS 1996年5月的一期报表——关于酿造、酒吧和餐馆行业**

| 市值（百万英镑） | 相对强度 | | 最新股价（便士） | 公司或参考值 | 预期市盈率 | 5年收益增长率（%） | 预期收益增长率（%） | 预期市盈增长比率 | 预期股息率（%） | 去年的市销率 | 去年的利润率（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1个月（%） | 1年（%） | | | | | | | | | |
| 8 979 | −0.0 | −0.6 | 569 | 市场加权平均 | 14.2 | 10.6 | 13.1 | 1.6 | 4.2 | 4.4 | 12.7 |
| 46.7 | +0.0 | −2.7 | 138 | 市场中值 | 13.1 | 4.8 | 14.0 | 1.1 | 3.8 | 0.9 | 7.8 |
| 3 828 | +2.9 | +15.5 | 682 | 行业加权平均 | 16.5 | 3.1 | 11.9 | 1.5 | 3.5 | 1.7 | 13.8 |
| 58.4 | +0.8 | +11.6 | 285 | 行业中值 | 16.0 | 8.5 | 12.3 | 1.3 | 2.8 | 1.7 | 13.6 |
| 6 897 | +0.8 | +17.6 | 782 | 巴斯 | 15.6 | −3.0 | 9.5 | 1.6 | 4.1 | 1.5 | 14.4 |
| 4 230 | +4.1 | +8.0 | 691 | 苏格兰·纽卡斯尔 | 15.3 | 4.2 | 16.5 | 0.9 | 3.8 | 1.8 | 15.2 |
| 3 625 | +6.4 | +9.4 | 750 | 怀特伯雷德 | 16.0 | −2.4 | 9.8 | 1.6 | 3.9 | 1.5 | 8.3 |
| 1 840 | +4.1 | +13.0 | 625 | 格瑞诺 | 15.5 | 1.2 | 10.9 | 1.4 | 3.2 | 1.7 | 17.6 |
| 1 723 | +0.3 | +36.0 | 549 | 指南针集团 | 19.4 | 12.1 | 15.5 | 1.2 | 2.1 | 0.9 | 6.1 |
| 446 | −0.1 | +5.7 | 667 | 沃夫汉普顿&杜德雷 | 14.6 | 2.6 | 5.5 | 2.7 | 3.3 | 1.9 | 18.4 |
| 436 | +10.3 | +9.0 | 310 | 瓦克斯 | 15.4 | −6.2 | 7.8 | 2.0 | 4.4 | 1.7 | 18.4 |
| 341 | −2.1 | +49.1 | 888 | 威瑟斯彭 | 24.7 | 37.5 | 24.2 | 1.0 | 1.5 | 4.7 | 17.7 |
| 313 | −1.9 | −0.3 | 349 | 马斯顿·汤普生 | 14.8 | 9.0 | 5.8 | 2.5 | 2.8 | 2.0 | 17.2 |
| 295 | +6.1 | +11.5 | 695 | 格雷金 | 15.3 | 2.1 | 7.6 | 2.0 | 3.0 | 1.9 | 18.4 |
| 233 | +25.5 | +21.9 | 121 | 城市中心餐馆 | 24.2 | 5.8 | 9.9 | 无 | 2.1 | 2.2 | 11.6 |
| 223 | +5.0 | +15.8 | 345 | 曼斯菲尔德酒厂 | 15.3 | 14.7 | 9.7 | 1.6 | 2.4 | 1.7 | 13.6 |
| 202 | +6.2 | +112 | 349 | 比萨速递 | 28.3 | 88.3 | 20.7 | 1.4 | 1.0 | 6.1 | 20.2 |
| 184 | −2.4 | +23.7 | 670 | 莫兰德 | 16.4 | 12.8 | 9.3 | 1.8 | 2.5 | 2.4 | 21.4 |
| 163 | −5.0 | +127 | 10.1英镑 | 丽晶旅社 | 20.9 | 38.6 | 29.7 | 0.7 | 1.5 | 6.8 | 23.0 |
| 158 | +2.6 | +53.0 | 402 | 耶茨兄弟旅社 | 25.1 | 无 | 24.0 | 1.0 | 1.3 | 2.8 | 9.8 |
| 103 | +8.7 | +62.9 | 142 | 派力肯 | 16.9 | 25.3 | 16.7 | 1.0 | 2.1 | 3.0 | 12.6 |
| 102 | −3.6 | −18.0 | 33.5英镑 | 霍尔特 | 16.7 | 13.0 | 9.1 | 无 | 2.4 | 3.6 | 24.4 |
| 99.7 | −1.3 | +11.6 | 489 | 富勒史密斯·特纳 | 15.3 | 0.6 | 12.3 | 1.2 | 2.6 | 1.4 | 11.2 |
| 97.7 | +0.7 | +94.9 | 354 | 阿斯格特·赫吉斯 | 41.2 | 6.8 | −40.3 | 无 | 无 | 0.8 | 26.2 |
| 87.7 | +2.5 | 无 | 220 | 科布雷 | 21.6 | 无 | 14.6 | 1.5 | 1.8 | 3.3 | 17.7 |
| 70.4 | +9.0 | 无 | 174 | 企业旅社 | 10.4 | 无 | 31.4 | 0.3 | 5.2 | 2.9 | 41.8 |
| 62.4 | −6.6 | +4.3 | 312 | 哈迪斯&汉森斯 | 13.9 | 4.6 | 3.6 | 3.9 | 4.5 | 1.8 | 21.1 |
| 54.5 | +1.1 | +42.2 | 260 | 厄德勒奇·蒲柏 | 15.5 | 55.1 | 12.2 | 1.3 | 2.6 | 1.0 | 9.3 |
| 52.6 | +1.8 | 无 | 133 | 世纪旅社 | 8.5 | 无 | −3.8 | 无 | 6.7 | 1.2 | 40.4 |
| 44.9 | −4.1 | −34.8 | 323 | 吉布斯·缪 | 9.4 | 14.0 | 13.2 | 0.7 | 4.2 | 0.9 | 13.8 |
| 43.4 | −2.4 | +3.8 | 490 | 扬&科酒厂 | 21.8 | −1.9 | −12.6 | 无 | 3.8 | 0.9 | 9.7 |
| 42.0 | +4.8 | +65.9 | 225 | 切·杰拉德集团 | 17.3 | 无 | 23.8 | 0.7 | 1.9 | 3.2 | 15.8 |

| 市值（百万英镑） | 相对强度 | | 最新股价（便士） | 公司或参考值 | 预期市盈率 | 5年收益增长率（%） | 预期收益增长率（%） | 预期市盈增长比率 | 预期股息率（%） | 去年的市销率 | 去年的利润率（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1个月（%） | 1年（%） | | | | | | | | | |
| 36.5 | +5.9 | +14.1 | 145 | 我的家园 | 13.5 | 无 | 16.5 | 无 | 3.1 | 1.3 | 12.9 |
| 34.6 | −5.8 | −11.5 | 166 | 柏顿坞酒厂 | 13.6 | −11.9 | 7.0 | 无 | 4.5 | 0.7 | 8.8 |
| 34.0 | +0.2 | +18.7 | 240 | 高富诺集团 | 16.0 | 无 | 27.6 | 0.6 | 3.5 | 2.2 | 13.0 |
| 28.8 | −3.8 | +0.8 | 326 | 哈利·拉姆斯登 | 38.4 | 10.7 | 9.0 | 无 | 1.9 | 6.6 | 28.3 |
| 25.7 | +13.2 | −10.2 | 54 | 商务酒店 | 22.7 | 64.1 | 无 | 无 | 无 | 0.8 | 12.6 |
| 23.2 | +1.9 | 无 | 315 | 詹宁斯兄弟 | 22.4 | 8.0 | 0.2 | 无 | 2.5 | 1.6 | 10.8 |
| 22.2 | +15.7 | 无 | 210 | 萨里自由旅社 | 24.2 | 38.3 | 104 | 无 | 1.1 | 1.8 | 13.1 |
| 13.5 | −3.6 | 无 | 110 | 传统英式酒吧公司 | 86.6 | 无 | 无 | 无 | 无 | 3.7 | 11.8 |
| 12.5 | −6.1 | +1.9 | 185 | 黑维翠酒厂 | 11.3 | 20.5 | 16.1 | 无 | 3.9 | 1.4 | 21.2 |
| 11.7 | +3.5 | 无 | 73 | 阿斯克中心 | 42.7 | 无 | 无 | 无 | 无 | 11.5 | −0.9 |
| 10.9 | −5.6 | −11.6 | 46 | 突破边界集团 | 10.0 | 无 | 58.6 | 无 | 4.9 | 0.4 | 8.9 |
| 5.40 | −3.6 | 无 | 18 | 格林希尔 | 无 | 无 | 无 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 5.31 | −24.5 | −53.5 | 4.5 | 派拉蒙 | 6.5 | −17.8 | 16.2 | 无 | 7.9 | 0.8 | 20.5 |
| 5.28 | +2.1 | 无 | 18 | 名望集团 | 24.7 | 无 | 82.5 | 无 | 无 | 1.3 | 12.1 |
| 5.20 | +40.7 | 无 | 178 | 咖啡旅社 | 15.1 | 3.2 | 75.5 | 无 | 1.4 | 0.4 | 10.5 |
| 4.56 | −3.6 | +25.5 | 38 | 阿伯丁牛排屋 | 12.7 | 60.9 | −11.0 | 无 | 无 | 0.3 | 4.8 |
| 2.51 | −3.6 | −17.0 | 9.5 | 庭院休闲 | −12.5 | −25.5 | 无 | 无 | 无 | 1.1 | −6.8 |
| 1.68 | −0.7 | 无 | 35 | 达尔基斯 | 41.7 | 29.8 | 无 | 无 | 无 | 0.5 | 2.1 |

## 关键数据

我在第4章中曾经提到，另外一个重要的投资辅助工具就是每家公司的关键数据页面（表9-2）。最上面的5个数据——市盈率、市盈增长比率、增长率、已动用资本回报率和利润率，这是成长型投资者关注的关键数据。最下面的5个数据则是价值投资者更感兴趣的。股息收益率和杠杆率对于两类投资者的吸引力大体相同。

表9-2 来自REFS1995年12月的各公司关键数据统计

| JJB体育 | | | |
|---|---|---|---|
| 价格（正常的市场交易规模：25 000股）1995年11月27日 | 510便士 | | |
| 常态每股收益(预期) | 33.4便士 | | |
| 市值 | 1.53亿英镑 | | |
| 营业额(1995年) | 6 130万英镑 | | |
| 税前利润(1995年) | 759万英镑 | | |
| | | 与市场比 | 与同行业比 |
| 股息率 | 2.71% | ◒ | ◒ |
| 市盈率(预期) | 15.3倍 | ○ | ◒ |
| 市盈增长比率(预期) | 0.32 | ● | ● |
| 增长率(预期) | 48.2% | ● | ● |
| 资本回报率 | 34.8% | ● | ● |
| 利润率 | 12.4% | ◒ | ● |
| 杠杆率 | −53.3% | ● | ● |
| 市净率 | 7.09倍 | ○ | ○ |
| 特别转让 | 7.09倍 | ○ | ◒ |
| 市现率 | 23.8倍 | ◒ | ◒ |
| 市销率 | 2.17倍 | ○ | ○ |
| 市研率 | 无 | ⊕ | ⊕ |
| 非指数公司 | | | |
| 整个市场 | 第496位 | | |

| 哈特斯通集团 | | | |
|---|---|---|---|
| 价格（正常的市场交易规模：25 000股）1995年11月27日 | 14.5便士 | | |
| 常态每股收益(预期) | 1.77便士 | | |
| 市值 | 4 700万英镑 | | |
| 营业额(1995年) | 2.18亿英镑 | | |
| 税前利润(1995年) | 470万英镑 | | |
| | | 与市场比 | 与同行业比 |
| 股息率 | 3.97% | ◒ | ◒ |
| 市盈率(预期) | 8.20倍 | ● | ● |
| 市盈增长比率(预期) | 无 | ⊕ | ⊕ |
| 增长率(预期) | 12.8% | ◒ | ◒ |
| 资本回报率 | 9.31% | ○ | ○ |
| 利润率 | 4.39% | ○ | ◒ |
| 杠杆率 | 57.6% | ○ | ○ |
| 市净率 | 0.88倍 | ● | ● |
| 特别转让 | 0.88倍 | ● | ● |
| 市现率 | 3.35倍 | ● | ● |
| 市销率 | 0.17倍 | ● | ● |
| 市研率 | 无 | ⊕ | ⊕ |
| 非指数公司 | 第472位 | | |
| 整个市场 | 第931位 | | |

| 普雷萨克控股 | | | |
|---|---|---|---|
| 价格（正常的市场交易规模：25 000股）1995年11月27日 | 142便士 | | |
| 常态每股收益(预期) | 11.2便士 | | |
| 市值 | 5 270万英镑 | | |
| 营业额(1995年) | 5 730万英镑 | | |
| 税前利润(1995年) | 461万英镑 | | |
| | | 与市场比 | 与同行业比 |
| 股息率 | 3.51% | ◒ | ● |
| 市盈率(预期) | 12.7倍 | ◒ | ● |
| 市盈增长比率(预期) | 0.75 | ● | ● |
| 增长率(预期) | 17.0% | ● | ● |
| 资本回报率 | 16.2% | ● | ◒ |
| 利润率 | 8.62% | ● | ◒ |
| 杠杆率 | 15.9% | ◒ | ◒ |
| 市净率 | 2.24倍 | ◒ | ● |
| 特别转让 | 2.34倍 | ◒ | ● |
| 市现率 | 6.97倍 | ● | ● |
| 市销率 | 0.82倍 | ◒ | ◒ |
| 市研率 | 55.7倍 | ○ | ○ |
| 非指数公司 | 第34位 | | |
| 整个市场 | 第893位 | | |

表中的圆月图案让读者一眼就能看出每家公司的统计数据与市场和行业平均水平相比到底如何，从而能快速且清晰地表明一家公司究竟适合成长型投资者还是价值型投资者。月亮越黑越好，因此一组实心的黑月表明这家公司非常值得进行更进一步的研究。

圆月图形精准地显示了一家公司在其行业和整个市场中的确切位置。例如，在一个包含9家公司的行业中，如果标的公司处于行业第5位，那么该行业的月亮就应该是半满月。

上面是JJB体育、哈特斯通集团和普雷萨克控股的关键数据。可以很容易地看出，JJB体育应该是一家典型的成长型公司，除了市盈率大概处于平均水平外，该公司所有与增长相关的统计数据对应的“月亮”都非常黑。哈特斯通集团在成长前景方面几乎没有什么值得称赞的地方，但在所有与价值相关的数据上几乎全满的黑色表明，它是一个价值优良的资产。普雷萨克控股则把一些相当强劲的增长数据与一些相当有吸引力的价值数据结合起来。它是一个混合体—— 一个符合若干价值筛选标准的成长股。

在JJB体育的案例中，成长型投资者注意到其在已动用资本回报率和利润

率方面表现良好，对应的图案也几乎全满，这让他们感到非常放心。许多成长型公司，比如能多洁、路透社、莱克斯特、麦德华、哈尔马和德鲁克控股，在1995年12月都具有这一非常重要的特征。

**表9-3 来自REFS 1995年12月的各公司关键数据统计**

**能多洁**

| | | 与市场比 | 与同行业比 |
|---|---|---|---|
| 股息率 | 1.90% | ○ | ◒ |
| 市盈率（预期） | 19.2倍 | ○ | ◒ |
| 市盈增长比率（预期） | 0.97 | ◒ | ○ |
| 增长率（预期） | 19.8% | ◒ | ◒ |
| 资本回报率 | 78.1% | ● | ● |
| 利润率 | 24.0% | ● | ● |
| 杠杆率 | −38.4% | ● | ● |

**路透社**

| | | 与市场比 | 与同行业比 |
|---|---|---|---|
| 股息率 | 2.19% | ○ | ◒ |
| 市盈率（预期） | 22.4倍 | ○ | ◒ |
| 市盈增长比率（预期） | 1.68 | ○ | ○ |
| 增长率（预期） | 13.3% | ◒ | ◒ |
| 资本回报率 | 63.5% | ● | ● |
| 利润率 | 20.0% | ● | ● |
| 杠杆率 | −2.94% | ◒ | ◒ |

**莱克斯特**

| | | 与市场比 | 与同行业比 |
|---|---|---|---|
| 股息率 | 3.62% | ◒ | ◒ |
| 市盈率（预期） | 17.9倍 | ○ | ○ |
| 市盈增长比率（预期） | 1.63 | ○ | ○ |
| 增长率（预期） | 11.0% | ○ | ○ |
| 资本回报率 | 33.6% | ● | ● |
| 利润率 | 13.8% | ● | ● |
| 杠杆率 | −41.0% | ● | ● |

**哈尔马**

| | | 与市场比 | 与同行业比 |
|---|---|---|---|
| 股息率 | 2.10% | ◒ | ○ |
| 市盈率（预期） | 18.0倍 | ◒ | ◒ |
| 市盈增长比率（预期） | 1.15 | ◒ | ◒ |
| 增长率（预期） | 15.6% | ◒ | ◒ |
| 资本回报率 | 41.9% | ● | ● |
| 利润率 | 18.8% | ● | ● |
| 杠杆率 | −19.8% | ● | ● |

**德鲁克控股**

| | | 与市场比 | 与同行业比 |
|---|---|---|---|
| 股息率 | 0.90% | ○ | ○ |
| 市盈率（预期） | 23.5倍 | ○ | ○ |
| 市盈增长比率（预期） | 1.40 | ○ | ○ |
| 增长率（预期） | 16.9% | ◒ | ◒ |
| 资本回报率 | 26.1% | ● | ● |
| 利润率 | 18.8% | ● | ● |
| 杠杆率 | −5.39% | ● | ◒ |

**麦德华**

| | | 与市场比 | 与同行业比 |
|---|---|---|---|
| 股息率 | 2.11% | ○ | ◒ |
| 市盈率（预期） | 14.1倍 | ○ | ○ |
| 市盈增长比率（预期） | 0.86 | ◒ | ○ |
| 增长率（预期） | 16.4% | ◒ | ◒ |
| 资本回报率 | 82.1% | ● | ● |
| 利润率 | 26.6% | ● | ● |
| 杠杆率 | −7.26% | ● | ◒ |

仅仅通过一般研究有时很难确定公司究竟是否具有竞争优势。然而，一家公司的已动用资本回报率和利润率的强度以及发展趋势，可以表明其与竞争对手相比所具有的优势。

## 已动用资本回报率

已动用资本回报率是衡量一家公司运用其所有资本所取得的回报比例。要计算已动用资本回报率，你只需计算还没有包含所有借贷成本的税前利润，并将其表示为该公司在业务中动用资本的百分比就可以了。

业务中使用的资本包含了所有普通股和优先股资本、各类准备金、各类债务和融资租赁债务、少数股东权益和预备金等。其目的是用一个最终的数

字来表明企业在运营中使用了多少资本（无论资本的来源如何）。

计算资本回报时，应考虑税前利润、非常规项目、应付利息和股息的总和。用回报除以已动用的资本额所得的数字，可以表明公司在用资产经营其业务方面的效率强弱。

除已动用资本回报率的强度和趋势外，还需要考虑的其他因素包括：

1. 应该不断比较公司的资本成本与当前借款成本的高低。如果已动用资本回报率明显较高，那么进一步借款会增加每股收益；如果已动用资本回报率较低，那么进一步借款会减少每股收益。因此，良好的资本充足率对企业筹集资本并利用资本进行扩张是至关重要的。

2. 已动用资本回报率较低的公司通常会发生管理权及控制权变更。但是，管理权、控制权变更后的公司通常又会通过配股的方式发行股票。新管理层能否提高所用资本的回报率将是亟待解决的问题。

3. 已动用资本回报率表现良好的公司的吸引力在于，公司可以将高于平均水平的利润重新投入企业的运营之中，而这对于股东来说十分有利。然后，此部分投入又带来了高于平均水平的利润，可以再次用于生产。循环往复，这将推动每股收益不断增长。因此，高已动用资本回报率通常是伟大股票的共同特征。

## 排除无形资产

在计算已动用资本回报率的实际收益时，一个重要的事项就是如何处理无形资产。无形资产主要是商业信誉，但也包括品牌、专利、版权、媒体赞助等内容。这类资产的价值有可能非常大，但在一般公用会计原则下，会计方面的处理方式可能天差地别。比如，一家公司的品牌可能完全没有价值，因为这个品牌是公司自创的。但同时，另外一家类似的公司则可能因为收购而拥有一个具有价值的品牌，从而影响净运营资产这一关键因素，并会反映在公司的资产负债表上。

只有把无形资产排除在外，我们才能在同一起跑线上比较公司情况，才能比较公司在使用营运资产开展业务方面的效率。但是，我们也要意识到，没有两项业务是完全一样的，有些业务天生就是资本密集型的。举一个极端的例子，重型工程行业有可能需要大量的厂房和机械设备资产。反之，在印刷行业，因为收入都是预先取得的，此时需要的资产可能是负数。

最常见的无形资产就是商业信誉了。它是因为付出的资金与买入的净资产账面价值出现了差额才被创造出来的。在收购过程中，商业信誉其实并不

是真正的“资产”。它只是一个在并购过程中产生的作为结果的数字，它不像设备和运营资本，无法持续进行经济意义上的管理。因此，在REFS中，已动用资本回报率衡量的回报是基于被收购公司的运营资产，而不是基于实施收购公司的收购价格。

在REFS中，使用排除无形资产后计算的已动用资本回报率，可以提供如下信息：

1.一个可以分析、对比所有公司的一致基础。

2.一个衡量公司在使用营运资产方面运作效率的指标。

3.在收购中，一个可以反映运营资产使用效率的指标。这是基于被并购方的运营资产，而不是基于收购者付出的资金而计算出的。

大多数投资者并不需要关注计算已动用资本回报率的方法，因为你的经纪人会提供给你详细的已动用资本回报率计算结果。REFS针对每一家公司，每个月都会用表格展示资本回报最高的公司。因为在计算过程中，REFS排除了无形资产，那些收购进来的，很少使用或不使用资产并且利润很高的业务，可能会让公司显示出极高的回报。EMAP（一家英国出版集团）集团就是一个极佳的案例。

较高的已动用资本回报率，比如20%，甚至更高，可以证实公司的竞争优势。这个数值意味着公司有一些独特的、可以产生高回报的东西，比如产品或服务，而这也通常会反映在高于平均水平的利润率之中。

REFS提供的1996年5月的数据中，那些伟大的成长股，比如路透社和能多洁，都处于富时100指数中已动用资本回报率排名最高的几个位置。如你所见，大多公司都有已动用资本回报率改善的趋势，几乎所有公司的利润率也都处在非常健康的水平上。

表**9-4** 富时**100**指数**——**资本回报率最高的公司（不含无形资产）

| 市值（百万英镑） | 相对强度 1个月（%） | 相对强度 1年（%） | 股价（便士）12个月 最高 | 股价（便士）12个月 最低 | 股价（便士）最近 | 公司或参考值 | 去年的已动用资本回报率 | 已动用资本回报率趋势（%） | 预期市盈率 | 预期收益增长率（%） | 5年收益增长率（%） | 去年的收益率（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 12 858 | −0.8 | −1.6 | | | 640 | 指数公司加权平均 | 30.0 | +13.3 | 14.4 | 9.4 | 11.1 | 16.5 |
| 3 892 | −0.1 | +0.1 | | | 525 | 指数公司中值 | 18.8 | +4.2 | 14.3 | 10.1 | 7.1 | 13.3 |
| 8 112 | +4.4 | +58.5 | 480 | 267 | 473 | 英国天空广播公司 | 415 | +636 | 27.5 | 33.4 | 无 | 31.5 |
| 6 485 | −0.3 | +18.2 | 12.1英镑 | 855 | 11.5英镑 | 里德国际公司 | 77.8 | −0.9 | 22.1 | 无 | 13.4 | 21.1 |
| 3 725 | +0.6 | +20.8 | 386 | 263 | 378 | 能多洁 | 66.3 | +17.7 | 21.1 | 18.2 | 23.6 | 24.4 |
| 12 778 | +3.2 | +33.0 | 794 | 479 | 761 | 路透社 | 56.7 | +12.3 | 25.0 | 13.3 | 16.4 | 20.4 |
| 19 071 | +4.1 | +19.1 | 726 | 501 | 696 | 史克必威 | 54.7 | +11.0 | 17.9 | 8.4 | 11.7 | 21.4 |
| 27 777 | −6.9 | −10.9 | 969 | 721 | 793 | 葛兰素威康 | 43.2 | −8.5 | 13.6 | 12.7 | 12.5 | 34.3 |
| 5 090 | −1.4 | −5.5 | 561 | 459 | 512 | 吉百利史威士 | 43.1 | +16.4 | 14.3 | 1.9 | 8.3 | 13.6 |
| 3 058 | +4.3 | −7.2 | 723 | 621 | 720 | 利高曼 | 41.0 | +13.4 | 13.9 | 15.0 | 2.3 | 14.6 |
| 2 139 | −1.3 | +20.6 | 720 | 506 | 708 | 史密斯工业 | 40.2 | −4.9 | 18.1 | 13.4 | 3.3 | 15.7 |
| 7 948 | +5.7 | +34.0 | 18.6英镑 | 12.4英镑 | 18.5英镑 | 百代 | 39.9 | +10.0 | 22.5 | 12.5 | 0.3 | 9.9 |
| 8 008 | +4.2 | −11.3 | 280 | 201 | 262 | 沃达丰 | 39.6 | +13.5 | 22.4 | 20.6 | 12.6 | 31.3 |
| 2 703 | −1.2 | +1.5 | 484 | 373 | 464 | 卡尔顿·科姆斯 | 37.7 | +12.3 | 15.5 | 11.2 | 11.5 | 15.7 |
| 6 985 | +6.0 | +19.5 | 842 | 594 | 824 | 格拉纳达集团 | 34.0 | +20.5 | 17.5 | 16.7 | 23.0 | 15.7 |
| 2 065 | −1.0 | −9.2 | 203 | 168 | 188 | 施乐辉 | 33.9 | +12.0 | 15.4 | 7.4 | 4.5 | 18.0 |
| 1 914 | −11.3 | +27.4 | 683 | 427 | 628 | 爱颂 | 31.5 | −1.3 | 19.0 | 15.0 | 14.1 | 7.7 |
| 3 535 | +4.7 | −8.4 | 401 | 310 | 375 | 苏格兰力量 | 29.1 | +22.6 | 9.6 | 14.6 | 无 | 22.1 |
| 13 197 | −1.1 | +27.4 | 14.1英镑 | 948 | 13.9英镑 | 捷利康 | 28.3 | +13.8 | 19.2 | 12.4 | 8.4 | 18.3 |
| 3 391 | −1.5 | na | 211 | 190 | 199 | 国家电网公司 | 27.7 | +15.6 | 7.9 | 1.6 | 无 | 47.5 |
| 2 031 | +7.2 | −13.2 | 355 | 304 | 350 | 威廉姆斯控股 | 27.0 | +2.7 | 14.2 | 8.1 | 1.5 | 15.2 |
| 3 242 | +4.1 | −3.6 | 293 | 220 | 273 | 汤姆金斯 | 26.9 | +26.0 | 13.1 | 10.1 | 7.5 | 7.7 |

## 投资回报

衡量公司业绩的另一个方式是考察公司的投资回报率。REFS也才刚开始计

算这个成长型指标。投资回报率可以让投资者看出公司相较于投资的资本成本和收益率，并判断出公司是在创造价值还是在消耗价值，公司的运行是否良好。

投资回报率是一个公司总体的估值指标，这里包括了市场对公司的收购政策、负债的估值。高投资回报率的公司比低投资回报率的公司值得拥有一个更好的溢价。一个成功的公司在不断成功地买入之后，并不意味着也能成功地管理被买入的公司，从而获取资产运营的超额收益。同样，一家拥有高已动用资本回报率的公司可能无法以提升公司价值的价格成功完成收购。这可能因为公司无法将新收购的标的完全整合到现有业务中，或者因为该公司不得不为收购支付过高的溢价，从而选择放弃收购。

与其他所有投资指标一样，投资回报率不应被孤立地使用，而应该被视为投资者箭袋中的另一支利箭。

## 营业利润率

第二个衡量公司是否具有强大竞争优势的指标，是公司可以从其产品或服务中获得的利润率。简单地说，利润率就是营业利润与营业额的比值。例如，营业利润（税收、利息和关联交易之前）为1 000万英镑、营业额为1亿英镑的公司的营业利润率为10%。

利润率是投资的一个重要指标，在参考时需要注意以下事项：

1.高的利润率会引起竞争。除非壁垒很强，否则其他公司会被吸引至该行业。最理想的情况是，一家公司能将高利润与专属的产品或服务结合。具有专利的优秀产品就是一个很好的例子。

2.极低的利润率显然会增加投资的风险。销售额的小幅度下降可能会导致利润下降，甚至会造成灾难性的影响。但同样，销量小幅提高也对公司大有裨益。

3.利润率的重大变化往往源于最高层管理者的变动。因此记得考虑最新的利润率。

如果一家公司多年来一直是同样的管理层，但利润率发生了重大变化，请向公司咨询原因。比如，利润率螺旋式下降可能是由于价格战；利润率改善可能是新产品或改进产品被引进市场。

4.记住，有着低利润率历史的公司，在已经习惯了低利润率的行业中是很难再提高利润率的。这类企业中，如果新管理层对未来利润率的增长持乐

观态度，你要对此保持怀疑的态度。

5.利润率显著提高的背后，通常都是由于某种产品或服务质量得到提高。你可以尝试从剪报或经纪人的公告中找出这些内容。如果有机会，你应该请该公司的经理详细解释他们政策的长期目标。

6.利润率大幅度波动的记录通常表明企业处于周期性的价格战和（或）强周期的行业中。在利润率非常高的时期，要小心买入这些公司的股票。除非有确凿的证据表明该公司已经发生根本性变化，而且与之前相比，这一次改变确实会有所不同。

销量水平应与利润率一并考虑。快速增长的销售额往往是以利润率为代价的。但是，如果销售额增加，同时保持利润率不变甚至提高，这自然会带来收益的大幅增加。

7. 一家公司的利润率，应与同行中其他公司的利润率以及行业平均水平进行比较。由于一些显而易见的原因，它们有时会有很大差异。从第98页的关键数据可以看出，德鲁克控股和哈尔马公司的利润率相同，同为18.8%，从月亮图标可以看出，它们也都接近行业的顶级水平。与此同时，其他著名的工程制造公司，如埃迈诺冠（7.9%）、威尔集团（6.8%）、APV（一家生产供暖设备的企业）（2.3%）和雷纳德（8.9%）的表现却并不好。

8. 一旦确定了利润率水平，这个比值的变化趋势就至关重要了。利润率下降可能是公司失去竞争优势的第一个，也可能是唯一的警示信号。

## | 总结 |

1 竞争优势可能来自：

a.顶级品牌名称

b.专利或版权

c.法定垄断

d.行业的主导地位

e.在细分市场的既定地位

2 检验是否具有竞争优势最好的标准就是在行业内设置一个障碍。正如沃伦·巴菲特所言："看看竞争对手能造成多大的损失，即使它不在乎回报。"

3 大多数成长型公司都处于上升行业。与造船、工程和纺织品行业相比，媒体、制药和服务行业就是很好的例子。

4 行业比较是检验公司竞争优势的一种极好的数学方法。其中，已动用资本回报率和利润率比较就很有启发性。大多数成长股都具有较高的已动用资本回报率和良好的利润率。

5 REFS在计算已动用资本回报率时，没有纳入无形资产。这为衡量公司营运资产的使用效率提供了共同的计算基础。

6 计算已动用资本回报率时，应将税前利润、非常规项目、应付利息和股息的总和除以企业所用资本，即所有普通股和优先股资本、各类准备金、各类债务和融资租赁债务、少数股东权益和预备金之和。

7 应始终将已动用资本回报率与当前的借款成本进行比较。

8 密切关注已动用资本回报率的发展趋势。数值的下跌可能表明一家公司正在失去其竞争优势。

9 REFS正在研究如何将投资回报率作为额外统计指标。投资回报率是指一个公司在投资成本上获得的回报率。

10 利润率是衡量一家公司竞争优势的另一个数学指标，但在使用时须遵守以下几点注意事项：

a.非常高的利润率会带来竞争；

b.非常低的利润率会增加投资风险；

c.利润率的重大变化通常是由于上层管理岗位发生人员更迭；

d.利润率低的行业很难改变现状；

e.利润率的任何显著提高通常是因为某种产品或服务的质量得到了提高，该事项可以通过与管理层交谈和研究经纪人的通告、媒体新闻和年度报告来确定；

f.利润率波动的记录，通常表明企业容易发生周期性的价格战和

（或）具有高度的周期性；

g.应将公司的利润率与同行中其他公司的利润率以及行业平均值进行比较；

h.利润率的趋势至关重要。利润率下降可能是公司失去竞争优势的第一个，也可能是唯一的警示信号。

---

[1] 约翰尼·维斯穆勒是一名美国游泳运动员，他曾67次打破游泳世界记录，并获得6枚奥运会奖牌（包括5枚金牌）。

# 第10章

# 公司其他财务指标

每股现金流只是衡量公司财务实力的诸多指标之一。杠杆率、现金余额和一般流动性水平，也是衡量公司在困难时期生存能力的重要指标。

## 杠杆率

杠杆率是一种公认的、快速表明公司借款多少的指标。净杠杆率的计算方法是，使用公司的总借款额，并扣除现金、国债和存款凭证后，将所得数字表示为股东资金（包括品牌、专利、版权和商业信誉等无形资产）。需要注意的是，因为在紧急情况下可能无法变现，有价证券并没有从借款中扣除。总杠杆率则是公司的总借款，不扣除任何现金和等价物，并将结果以股东资金的百分比表示出来。

REFS展示了净杠杆率和总杠杆率两个指标，显示了包括无形资产和不包括无形资产的数值，并表明借款是1年以下、5年以下或5年以上偿还。从下表中可以看出，苏格兰&纽卡斯尔公司的净杠杆率为39.5%，而莱克斯特公司的净杠杆率为-47.5%（48.8%的现金减去1.36%的总负债率）。另一方面，莱克斯特的每股净现金（也在REFS中显示）为45.5便士，而1996年6月的股价为564便士。

表**10-1 REFS**展示的公司净杠杆率和总杠杆率

苏格兰&纽卡斯尔

| 杠杆、覆盖倍数（1995年） | | | |
|---|---|---|---|
| 无形资产 | | 包含 | 不含 |
| 净杠杆率 | % | 39.5 | 39.5 |
| 现金 | % | 6.55 | 6.55 |
| 总杠杆率 | % | 46.0 | 46.0 |
| 5年以内 | % | 39.0 | 39.0 |
| 1年以内 | % | 27.2 | 27.2 |
| 速动比率 | 比率 | | 0.37 |
| 流动比率 | 比率 | | 0.47 |
| 利息覆盖倍数 | 倍 | | 5.68 |

莱克斯特

| 杠杆、覆盖倍数（1996年） | | | |
|---|---|---|---|
| 无形资产 | | 包含 | 不含 |
| 净杠杆率 | % | -47.5 | -47.5 |
| 现金 | % | 48.8 | 48.8 |
| 总杠杆率 | % | 1.36 | 1.36 |
| 5年以内 | % | 1.36 | 1.36 |
| 1年以内 | % | 1.36 | 1.36 |
| 速动比率 | 比率 | | 1.62 |
| 流动比率 | 比率 | | 2.08 |
| 利息覆盖倍数 | 倍 | | 356 |

一般来说，50%以上的杠杆率就非常令人担忧了，特别是当一家公司的大部分借款都是短期的时候。高杠杆率的公司更有可能已经在全速运营，因此它比一个没有杠杆率的公司更易受到冲击。具体来看：

1.所有具有高杠杆率的公司，包括银行贷款和其他短期借款，都可能对利率变化非常敏感。

2.在流动性危机期间，一个高杠杆率的公司，特别是有大量短期借款的公司，可能会非常脆弱甚至破产。当全球金融市场迎来风暴时，银行里是没有任何东西可以替代现金的。

3.高杠杆率的公司往往会夸大其业绩的发展潜力。所有股本都已经充分利用，而进一步大量借款会导致公司增加负债，也会让公司对金融市场的风吹草动非常敏感。当企业复苏时，高杠杆率对于股东来说是一个巨大的优势，但在困难时期，情况恰恰相反。

4.一家高杠杆率的公司显然没有很好的措施来应对突发事件，如大罢工或突然的经济衰退。

与其他金融数据一样，你能在行业比较的过程中发现很多有趣的东西。例如，那些倾向拥有自己房产的公司，可能比那些不需要大型房产或更喜欢租赁住房的公司更容易增加杠杆。

**表10-2** 富时中盘250指数——净杠杆率最高的公司（含无形资产）

| 市值（百万英镑） | 相对强度 | | 最新股价（便士） | | | 公司或参考值 | 去年的净杠杆率（%） | 去年的总杠杆率（%） | 去年的利息覆盖倍数 | 去年的股息覆盖倍数 | 股价与现金流比率 | 去年的已动用资本回报率（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1个月（%） | 1年（%） | 12个月 最高 | 12个月 最低 | 最近 | | | | | | | |
| 1 057 | +2.9 | +9.0 | | | 437 | 指数公司加权平均 | 27.4 | 59.5 | 42.2 | 2.5 | 5.9 | 31.0 |
| 569 | +2.2 | +2.4 | | | 345 | 指数公司中值 | 17.8 | 39.3 | 7.9 | 2.4 | 12.9 | 17.5 |
| 589 | −20.9 | −77.9 | 210 | 64 | 64 | 欧洲隧道集团 | 458 | 461 | 0.5 | 无 | −0.5 | 3.2 |
| 1 497 | −2.9 | +43.7 | 714 | 356 | 685 | 丹卡商业 | 358 | 575 | 9.3 | 8.9 | 49.1 | 27.7 |
| 369 | +17.6 | 无 | 186 | 133 | 181 | 第一巴士 | 256 | 300 | 4.3 | 无 | 10.2 | 18.1 |
| 557 | −4.1 | +7.4 | 533 | 365 | 503 | 飞达控股 | 238 | 262 | −12.5 | 无 | −29.0 | −42.0 |

| 市值（百万英镑） | 相对强度 | | 最新股价（便士） | | | 公司或参考值 | 去年的净杠杆率（%） | 去年的总杠杆率（%） | 去年的利息覆盖倍数 | 去年的股息覆盖倍数 | 股价与现金流比率 | 去年的已动用资本回报率（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1个月（%） | 1年（%） | 12个月 最高 | 12个月 最低 | 最近 | | | | | | | |
| 379 | −5.7 | −24.4 | 182 | 140 | 146 | 英仕曼集团 | 213 | 246 | 2.3 | 2.2 | −4.9 | 15.8 |
| 345 | +7.3 | +31.3 | 252 | 163 | 252 | 卡特斯 | 195 | 202 | 4.8 | 2.0 | 26.9 | 14.9 |
| 558 | +5.3 | +16.1 | 350 | 257 | 346 | 考维集团 | 167 | 168 | 3.3 | 2.7 | 3.0 | 15.7 |
| 718 | +6.0 | +70.6 | 430 | 196 | 429 | 捷达集团 | 150 | 160 | 4.8 | 3.3 | 8.9 | 18.9 |
| 1 168 | −5.8 | −22.1 | 484 | 377 | 404 | 达捷提 | 149 | 171 | 4.9 | 1.5 | 9.2 | 21.1 |
| 783 | +6.7 | −4.1 | 947 | 792 | 902 | 查特 | 117 | 208 | 5.0 | 2.2 | 19.2 | 13.6 |
| 466 | +22.9 | +48.0 | 688 | 367 | 667 | 联合科技 | 115 | 205 | 5.9 | 3.6 | 20.3 | 15.7 |
| 1 000 | +9.7 | +36.9 | 585 | 383 | 584 | RJB矿业 | 104 | 106 | 7.6 | 2.0 | 32.1 | 1.8 |
| 1 354 | +12.4 | +31.7 | 656 | 421 | 656 | EMAP集团 | 88.5 | 99.1 | 7.7 | 2.2 | 20.7 | 1 255 |
| 865 | +36.7 | +15.9 | 680 | 489 | 680 | 西南水利 | 77.9 | 78.3 | 2.3 | 2.6 | 7.9 | 9.6 |
| 984 | +25.0 | +5.8 | 12英镑 | 840 | 11.7英镑 | 士瑞克 | 74.5 | 83.7 | 12.7 | 9.7 | 52.6 | 23.5 |
| 885 | +7.8 | −20.4 | 444 | 337 | 392 | 布克 | 73.5 | 129 | 4.2 | 1.3 | 6.1 | 26.0 |
| 366 | +8.1 | +12.8 | 459 | 370 | 456 | 优艺发展公司 | 66.0 | 70.4 | 6.7 | 2.1 | 77.2 | 21.6 |
| 401 | −5.9 | +36.7 | 380 | 238 | 345 | 英视百集团 | 65.2 | 80.1 | 11.4 | 3.8 | 18.1 | 28.2 |
| 528 | +9.6 | −24.6 | 58.5 | 21 | 49 | 特拉法加之屋 | 64.5 | 148 | −5.0 | 无 | −4.0 | −4.2 |
| 1 238 | −0.3 | −41.2 | 351 | 230 | 234 | 联合饼业 | 63.8 | 77.8 | 4.5 | 1.6 | 7.0 | 18.1 |
| 1 598 | −4.3 | −30.9 | 963 | 632 | 715 | 德拉鲁集团 | 62.8 | 119 | 25.9 | 2.5 | 15.5 | 33.3 |
| 1 254 | +2.7 | +14.4 | 940 | 643 | 814 | 约克夏电子 | 62.0 | 63.2 | 10.3 | 3.1 | 8.4 | 25.1 |
| 914 | +6.3 | −4.4 | 196 | 120 | 172 | T&N汽车配件公司 | 60.0 | 76.8 | 1.3 | 2.6 | 5.8 | 16.9 |
| 978 | −6.4 | −9.6 | 460 | 380 | 416 | 联合之门公司 | 58.4 | 80.8 | 4.4 | 2.0 | 5.8 | 25.0 |

上表显示了1996年4月1日，富时中盘250指数中净资产负债率最高的25家公司。如你所见，欧洲隧道集团以458%的惊人杠杆率成为第一名。有观点认为，杠杆率代表了公司为消除异常现象而进行资本化的程度。特别是当前，许多公司都有非常可观的无形资产，但这些资产不在其资产负债表中。然而，我喜欢用更严格的方法来比较杠杆率与股东投资之间的关系，并且在这个数字看起来荒谬的时候，我会用市场价值进行核对。

我曾建议，如果一家公司的负债率超过净资产的50%，投资者就应该避免

对其进行投资。

如今，我对那些杠杆率较高，但同时现金流十分强劲的公司的容忍水平比以前高了很多。杠杆率是一个交易指标，通常以去年的报表数字为基础。如果本年度进展顺利，并产生大量现金流，则应牢记下面的例子：

> 1995年年初，根据1994年5月31日结束的会计年报中的数字，弗兰克亚瑟控股的股价为130便士，杠杆率为76%。然而，该公司1994年的现金流超过了每股16便士，资本支出仅为1便士，1995年的利润预计会更高。因此，现金流似乎很快会将杠杆率降低到一个可容忍的水平。来自里昂信贷的公司经纪人预测，银行1997年的杠杆率将降至10%。事实上，到1995年5月31日，杠杆率已降至20%左右。显然，1994年该公司的高杠杆率并不是一个大问题，尽管第一眼看到76%这个数字时令人觉得高得离谱。

## 四种投资工具

在衡量一家公司的财务实力时，我认为有四种工具非常有用：

1.速动比率。如果一家公司突然必须偿还所有流动负债时，速动比率可以检测将会发生什么。因此，该指标只包括可随时变现的资产，不包括存货和在制品。

该指标的基本计算方式如下：

> 速动比率＝流动资产减去存货及在制品/流动负债

一般来说，我希望看到公司的速动比率超过1.0，但许多零售行业的公司可以在更小的速动比率下运作，因为它们可以在给供应商付款的前几周就把产品销售出去。由于不同行业的情况非常不同，把公司的速动比率与行业平均水平和行业内非常相似的公司做对比才更为合适。

2.流动比率。流动比率与速动比率相似，显示流动资产覆盖流动负债的倍数。它是通过将企业的流动资产（包括存货和在制品）除以其流动负债来确定的。

流动比率的基本公式很简单：

流动比率＝流动资产/流动负债

流动比率为2.00或更高通常能彰显公司的财务实力。低于1.25（零售商为1.00）的比率则可能是疲软的表现。

此外，公司流动比率的任何重大波动都在提醒投资者重新检查企业的财务结构是否发生了根本变化。零售公司通常因为大多销售通过现金结算而产生了很多小额债务人。因此，它们的平均流动比率通常比较低。而在其他行业中，高流动比率有时也可能是公司库存过剩或债务人控制不力所导致的。

3．利息保障倍数。利息保障倍数可以衡量公司继续按年利润支付其借款利息的能力。计算方法是将公司在利息和税项前的标准化历史利润除以年度利息费用。

其基本公式如下：

利息保障倍数＝标准化的税前利润＋利息支付前的收益/每年总利息支出额

低利率环境和（或）恶化的利息保障倍数是一个明显的危险信号，有时它可能成为某公司重组、筹款或失败的前兆。

REFS中的负债率表格也突出显示了利息保障倍数。正如你所看到的，欧洲隧道集团似乎处于一个危险的状态，其利息只有50%为公司收入所保障。相比之下，EMAP集团的利息费用为7.7倍，而士瑞克公司和英视百集团的利息倍数则为两位数。

4.股息覆盖率。股息覆盖率忽略了全部分红可能导致的投资者反应与后果，计算历史股息能在多大程度上被公司的收益所覆盖。计算方法是将公司的标准化历史收益（或每股收益）除以应付净股息（或每股净股息），具体如下：

股息覆盖率＝标准化的历史收益/每股应付净股息

或

股息覆盖率＝标准化的每股收益/每股净股息

如果公司的股息覆盖率达到2或3倍，那显然很令人放心。然而，当股息覆盖率并不高的时候，这个指标更像一种投资检验措施。在这种情况下，公司可能因为减少股息而让股价遭受灾难性影响。

值得注意的是，像能多洁、路透社、无限恩典、莱克斯特、欧陆、洛奇卡、旗舰公司、帕瑞提集团、德鲁克控股和哈尔马这样的成长型公司似乎可以源源不断地产生大量的现金。也许正是因为这个原因，其他的高负债率公司会让我感到非常不安。我喜欢投资能定期分红的公司，最好是能大量分红的公司。由于有很多公司满足我的一般投资标准，并且这些公司都具有强劲的现金流和强大的资产负债表，因此除非情况非常特殊，否则我们没有必要承担额外风险。

## | 总结 |

1 超过50%的杠杆率可能让人警觉。但是，如果现金流非常强劲并且负债率正在迅速降低，那么可以适当降低投资标准。

2 速动比率表明公司可以多快把资产变现以用于弥补流动负债。因此，速动比率的计算是通过流动资产减去存货和在制品后，将结果除以流动负债得来的。一般来说，应该寻找速动比率在1.0以上的公司，但请记住，许多零售公司可以在更小的速动比率上顺利运作。

3 流动比率与速动比率相似，但包括库存和在制品，因此它总是高于速动比率。流动比率达到2.00通常是公司财务实力雄厚的标志。

4 利息保障倍数可以衡量公司持续按年利润支付其借款利息的能力。利息保障倍数过低或降低可能是一个危险的信号。

5 股息覆盖率显示历史股息被收益覆盖了多少，但也忽略了完全分配可能导致的其他后果。

6 优秀的成长型公司能够源源不断地产生现金，并且金额巨大。由于可以找到很多满足所有标准且资产负债表表现稳健的成长股，因此无须承担额外风险投资那些负债很高、现金流量不足且资产负债表表现不佳的公司。

# 第11章
# 每股收益预测

每股盈利增速的加快往往为低价购买公司股票提供了绝佳机会。原因很简单，每股收益预测的变化需要几个月的时间，更重要的是，公司的增长率需要过一段时间才会反映在股价之中。

以一家预计年均增长率为15%的公司为例，其股价为172.5便士——是其预期每股收益11.5的15倍。如果股票经纪人将增长率修正为20%，那么股价将相应有所变化。首先，它必须吸收额外0.5便士的每股盈利（10便士增长15%，得到之前预测的每股收益11.5，因此20%的增长率会额外增加0.5便士，预测的每股盈利将增加至12便士）。在维持市盈率不变的情况下，这将为股价增加7.5便士（15×0.5便士）。然而，在宣布修正之后的几周内，股价可能会大幅上涨。每股收益增速为20%，市盈率将从15倍上升至20倍，因此，在每股盈利12便士时，股价可能达到240便士。你要注意的重点是，上涨的67.5便士股价，只有7.5便士源于每股收益的增加，剩余的60便士来自市盈率的状态变化。

这里最有趣的一点是，你完全没有必要推测每股盈利增长率是否发生变化。你可以等到它变成既定事实。尽管可能需要支付更多成本，但如果你的行动足够迅速，那么你还是可以享受市盈率变化所带来的绝大部分收益的。市场消化信息的过程非常缓慢，通常在公司公布利润改善以及前景良好的一周左右时间内，你仍然可以买入。

当然，我们也应该尽可能快地采取行动。因此，你需要始终仔细浏览公司的公告，确定是否出现状态变化。阐述这种投资机会的最佳案例就是阿斯兰集团，这是一家在欧洲分销Netscape（网景公司）和IBM（国际商业机器公司）计算机软件及服务的集团，当时它给市场带来了盈利预告。这是那种投资者很少收到的盈利预告——董事们宣布即将发布中期业绩，盈利与市场预期大相径庭，达到了之前预测的税前100万英镑的4倍，即400万英镑！

在1995年年末宣布预告的前一天，该公司股价还停留在350便士。公告发布之日，股价就上升至420便士，到1996年年初，股价上涨到600便士。同时股东有机会以9：2的比例，按照每股440便士的价格进行配股。即使股价达到了600便士，公司的市盈增长比率仍仅为0.44，因此潜在的上行空间依然非常可观。阿斯兰集团的案例说明的一个关键问题是，股价无法

立即吸收大量利好消息。当股价迅速上涨的时候，总有逐利的投资者不断受到诱惑，使股票需要相当长的一段时间才能到达一个新的价格水平。

在REFS中，你可以利用公司的图表和公司条目中的收益，从预估股息板块中快速检测到正在加速上升的每股收益数值。

图11-1中的英国酒吧公司是典型的每股收益快速递减的公司。1996年，该公司每股收益预计将增长超过100%，但1997年，正如1996年3月显示的该公司收益的共同预期数据，每股收益增速预期降至5.59%。[1]

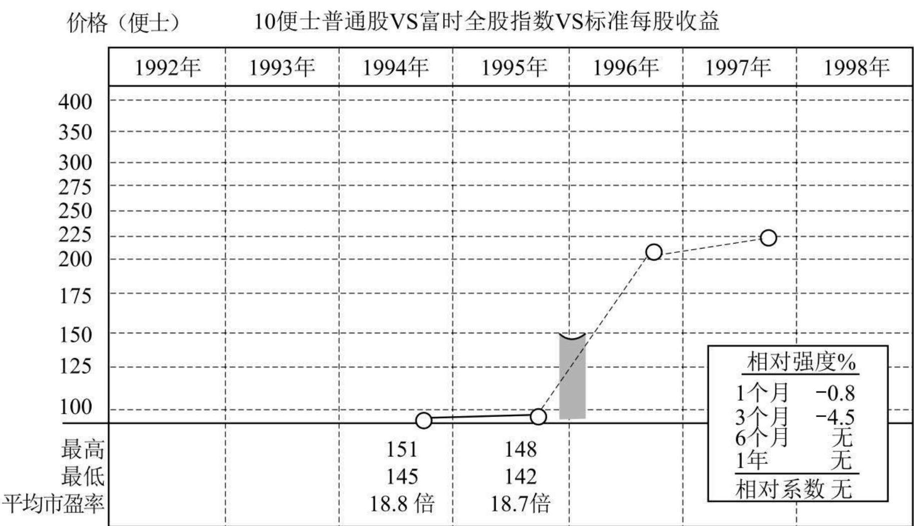



图11-1 英国酒吧公司的每股收益快速递减

相较之下，保利管公司在1996年3月的图表中显示出了相对稳定的收益增速。基于截至1996年6月财年的收益，股票经纪人一致认为，当年的增长率为16.8%，下一年的增长率为17.7%。

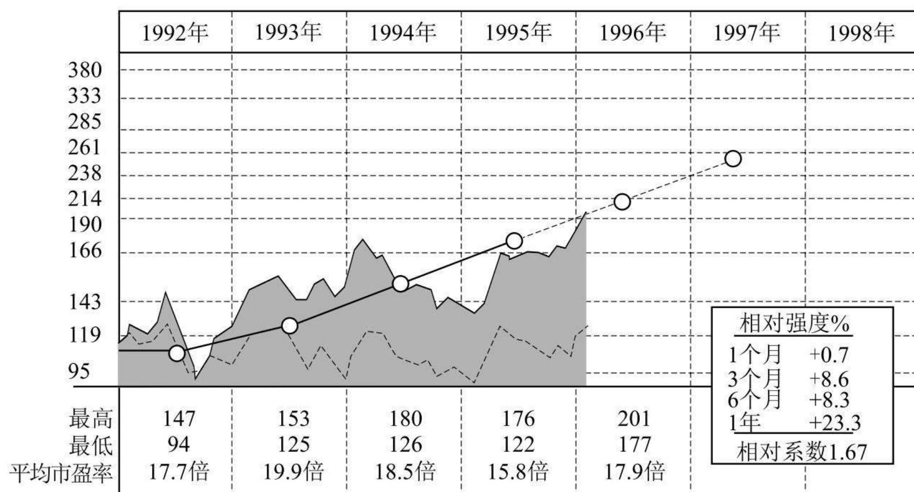



**图11-2 保利管公司的收益增速相对稳定**

Photobition（一家主要经营批发展览及贸易展会策划的公司）的图表则强调每股收益增长将开始加速。截至1997年3月31日对未来两年的预测，正如图中连接3个小圆圈的虚线展示的那样，将出现明显的上扬。相应的数据显示，预计1997年每股收益增速将达到38.3%，而1996年仅为26.4%。

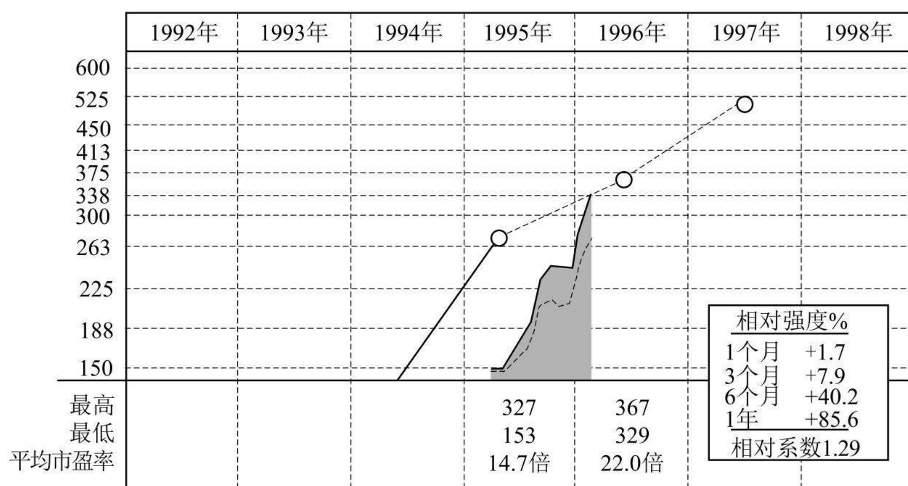


图11-3 Photobition公司的每股收益增长将开始加速

## 股票经纪人共同预期的修正

另一种检测每股收益增速是否加快的方法，是研究REFS中股票经纪人每月提供的共同预期表。

这些数据在上个月发布后，按照预测的本年度收益上涨幅度的大小进行排序。表格涵盖了每一家公司的信息，且不论公司是否包含在指数之中。下表列出了富时小市值公司的相应数据。仅富时小市值指数的数据就占了大约5页，最后显示的是那些利润预测向下修正的公司。因此，排在最后面的公司都是股票经纪人共同预期的、收益向下修正比例最大的公司。

表11-1 经纪人每月提供的共同预期表

| 公司 | 本年预测 | | | 下一年预测 | | | 相对强度 | | | 预期市盈率 | 预期每股收益增速(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 每股收益 | 最近1个月变化(%) | 最近3个月变化(%) | 每股收益 | 最近1个月变化(%) | 最近3个月变化(%) | 1个月(%) | 3个月(%) | 1年(%) | | |
| 曼彻斯特联队 | 15.4 | +28.3 | +28.3 | 21.2 | +32.5 | +66.9 | +25.2 | +90.9 | +116 | 19.2 | 12.1 |
| 阿法德·麦艾勋集团 | 12.8 | +25.5 | +36.2 | 16.6 | 无 | 无 | +9.8 | +14.5 | +4.8 | 13.5 | 206 |
| 米高蒲志 | 21.2 | +20.5 | +36.8 | 23.4 | 无 | 无 | +13.9 | +32.1 | +80.8 | 11.6 | 13.2 |
| 雷尼绍 | 23.6 | +18.0 | +32.6 | 27.4 | +16.6 | +36.3 | −4.0 | +17.2 | +37.2 | 17.9 | 19.8 |
| 服务集团 | 12.1 | +14.9 | +27.1 | 14.2 | +21.4 | 无 | +16.0 | +47.7 | +58.8 | 10.8 | 27.0 |
| 温布利 | 28.2 | +14.2 | +14.2 | 29.5 | 无 | 无 | +0.8 | +7.2 | +49.8 | 13.0 | 31.8 |
| 瑟威萨 | 12.2 | +14.0 | 无 | 13.5 | 无 | 无 | +2.0 | +6.2 | +25.8 | 23.3 | 12.8 |
| 德惠斯特 | 14.8 | +11.3 | +11.3 | 无 | 无 | 无 | −3.6 | −0.3 | +2.9 | 12.8 | 27.5 |
| 佩森 | 43.3 | +10.7 | +19.0 | 55.0 | 无 | 无 | +11.7 | +45.8 | +195 | 24.1 | 31.4 |
| 阿美科集团 | 7.3 | +10.6 | +21.7 | 8.4 | 无 | 无 | +13.6 | +15.1 | +40.4 | 15.5 | −58.8 |
| 本特尔斯 | 5.8 | +9.4 | +9.4 | 无 | 无 | 无 | +14.2 | +12.2 | −15.2 | 20.0 | 92.1 |
| 莱恩集团 | 14.7 | +8.9 | +5.8 | 18.1 | 无 | 无 | +1.6 | +19.5 | +29.6 | 20.0 | 3.9 |
| 资本工业公司 | 14.8 | +8.8 | 无 | 16.2 | 无 | 无 | −5.5 | +2.0 | +7.4 | 12.8 | 0.2 |
| 伯克比 | 15.2 | +8.6 | +7.8 | 15.7 | 无 | −2.5 | +0.7 | −7.6 | −25.5 | 10.5 | 3.3 |
| 拉蒙特 | 21.3 | +8.1 | +0.5 | 27.2 | 无 | 无 | −3.2 | +2.5 | −28.8 | 12.3 | 9.7 |
| 德文特谷公司 | 12.2 | +8.0 | +9.9 | 12.3 | +3.4 | 无 | +3.0 | +14.5 | +23.5 | 30.9 | 5.4 |
| 内斯特 | 6.9 | +7.8 | +7.8 | 7.7 | 无 | 无 | −3.6 | +20.0 | +51.4 | 13.8 | 16.5 |
| 尼克尔斯 | 16.6 | +7.8 | −4.1 | 18.7 | 无 | 无 | +0.9 | −5.5 | −12.3 | 13.0 | 8.5 |
| 麦卡尼&斯通 | 5.8 | +7.4 | +5.5 | 6.9 | +1.5 | −4.2 | +12.1 | +18.2 | +40.0 | 15.3 | 4.1 |
| 阿斯达集团 | 5.8 | +7.4 | +11.5 | 6.3 | 无 | 无 | +1.3 | +18.6 | +6.9 | 24.3 | −0.6 |
| 英国婆罗洲石油 | 25.3 | +6.8 | −6.2 | 30.4 | +9.8 | 无 | −0.6 | +28.8 | +67.7 | 18.9 | 19.0 |
| 肽疗集团 | −15.3 | +6.7 | 无 | −17.4 | 无 | 无 | +8.6 | −0.7 | 无 | −14.0 | 无 |
| 绿洲商店 | 17.5 | +6.1 | +6.1 | 22.7 | 无 | 无 | +34.5 | +44.3 | 无 | 20.9 | 26.2 |
| VCI国际 | 19.4 | +6.0 | +2.1 | 22.2 | 无 | 无 | +6.4 | +16.6 | +65.2 | 16.2 | 13.0 |
| 布兰默 | 36.9 | +5.4 | +3.1 | 40.5 | 无 | 无 | +0.5 | +15.6 | +20.3 | 14.2 | 14.4 |

对于上表，还有几点需要注意：

1. REFS关注的是上个月共同预期的变化。在某些情况下，这可能被前三

个月的修正抵消。

2.第二组的三列数据显示了对下一年的预测，这个数据同样重要。比如，如果在下一年的预测中出现相同或更大幅度的向下修正，那么当年的向上修正就是无效的。

3.上个月和上一年的相对强度还是一如既往的重要。

4.当然，股票经纪人的共同预期通常由几个单独的预测构成。重大的、向上的修正通常发生在如下事件之后：意外的优秀中期业绩或年度业绩、重大收购、资产剥离或行业前景发生剧烈变化。理想情况下，应在REFS中仔细检查经纪人的预测。有时，共同预测会因为一些经纪人不了解事件的具体情况，从而被证明预测过于保守。REFS计算共同预期时，会给最近的预测赋予较高权重，但如果有经纪人的预测高于共同预期，这也是令人欢欣鼓舞的。

5.这些表格只突出了可能出现的评级修正。所有看起来有吸引力的公司都应该像其他公司一样仔细阅读公司详情、年度报告、媒体新闻和经纪人公告，并进行双重检查。

## 克隆

每股收益快速增长的公司通常有一个共同特点——拥有克隆的能力。鹈鹕咖啡馆、威瑟斯本酒吧、JJB体育和莱克斯特都是很好的例子。

卡皮莱特，一家能给股东们带来无限好心情的公司，则采用了独特的零售模式。投资这类公司最理想的时机就在它证明了某种商业模式有效，并开始大规模推广时。

克隆的诱人之处在于：打磨和精进零售模式的基本工作只做一次就够了。某种模式一旦被确认可行，就可以迅速在全国进行推广。每一家新开的店面都会增加公司的利润，集中管理的费用占总成本的比例逐步下降，更充裕的资金也使公司能够对供应商施加更大的压力，以提高自己的利润率。这是一种对股东非常有利的良性循环模式。

超市是20世纪七八十年代关于克隆模式的最佳例子。然而，也因为潜力巨大，导致了这一行业竞争非常激烈，每隔几年就会爆发一次价格战。如今，超市领域几乎没有明显的投资机会，或许只有阿斯达集团还能推出一些与众不同的创新模式。

投资者应该在新领域寻找投资标的，或在现有领域寻找具有独特吸引力、

独特扩张能力的公司进行投资。新上市的股票往往能带来新的投资机会。例如，1995年年中，女性流行服装小型连锁店绿洲商店以148便士的股价进入市场。绿洲找到了一个专注年轻女性的细分市场，这些女性正在寻找一些时髦但又不太贵的，和玛莎百货与莱克斯特稍有不同的商品。1996年4月，绿洲的股价已升至每股390便士。

最近我的目标是宠物城公司，它的店铺通常开在郊区，是一家宠物用品连锁超市。1996年年初的一个星期日，我参观了它位于爱丁堡的分店。那里人山人海，这显然证明公司运转得非常好。然而，那时候宠物城公司并没有任何对其未来利润的预测。在这种情况下，我更倾向于先观望，直到公司的财务结果被公布出来，且明显具有吸引力时，我才会考虑开始行动。

这里要理解的关键内容是，通常你都有足够的时间搭便车。例如，1995年年底，JJB体育的股价自1994年年底上市以来已经上涨了170%。但即便股价达到了575便士[2]，未来一年的预期利润下的市盈率也仅为15倍，与市场平均水平大致相同。而市场总体未来一年的平均每股收益增长率仅有10%，但JJB五年来的增速一直保持在50%以上，未来一年的收益增长率预计为30%。

1996年1月，JJB体育宣布，截至1995年12月24日，公司47周的总销售额增长了50%以上。最重要的是，相同店面的销售额平均增速也达到了惊人的17.8%。同时，JJB体育还计划开设7家新的位于商业街店铺和15家位于郊区的超级店铺，这些店铺都将于1996年开业。

JJB体育的公告包含了一条非常重要的、需要反复阅读的信息。通过购买或开设新店来增加销量非常好、也非常容易，但是要想成功地运营零售业务，关键要看现有的分支机构销量是否也在提高。其中的关键词是“相同店面的销售额”。当这些根基开始动摇时，就是时候向公司挥手告别了。

能够成功克隆其商业模式的公司往往拥有很高的市盈率。在美国更是如此，那里超过30倍市盈率的公司比比皆是，有时市盈率甚至高达50倍。造成这种现象的主要原因在于美国国内市场广阔，创新的零售理念产生的效果可能是英国的5到6倍。在美国，投资者习惯投资超级成长股，愿意为它们掏钱。在英国，投资者不相信公司能以异常的速度增长，因此，与公司的良好成长前景相比，投资者通常很容易用低价买到这类公司的股票。

投资中需要牢记的一点是不要为过高的市盈率买单——我的上限通常是20倍。几年后，市盈率必然回归正常水平，其间下降的幅度一定会被摊销在投资期里。例如，哈里·拉姆斯登公司曾经就创造了一个非常成功的模式。它拥有一流的炸鱼薯条餐厅，可以在英国国内和国外长期不断地进行复制。从收购的角度来看，数据也许值得称道。1996年5月，公司的市盈率

已经达到30倍的高位，盈利增速最低也达到了20%。尽管哈里·拉姆斯登公司有很好的发展前景，但在我看来，这个计算结果并不那么具有吸引力。

## 总结

1 加速增长的每股收益需要一段时间才能反映到股价中。尽管每股收益的增长会体现在股价上，但盈利增长带来的市盈率状态改变会成倍提高股票价格。

2 REFS中的图表突出了每股收益的增长趋势。连接预期每股收益的虚线陡然上斜预示着每股收益加速增长，下斜则代表每股收益降低。

3 在REFS中，经纪人每月的共同预期表是检测公司每股收益增长率在快速增加还是在不稳定波动的绝佳方法。

4 如果可能，你应检查每位经纪人做出的预测，尤其是公司的重要经纪人的预测，因为这可能是最可靠的预测。

5 当一家公司开发出一种可以复制的成功商业模式时，每股收益的增长往往会急剧加快。

6 对于新上市的股票（显示在REFS的非指数图表中）来说，如果这家年轻的公司找到了可以克隆的商业模式，那么该股票可能是很好的投资标的。

7 密切关注相同店面产品的销售变化情况。如果这些数据开始波动，这代表公司可能已经陷入了激烈的商业竞争之中。

8 避免投资那些可以克隆商业模式，但却没有利润的公司，以及那些预期市盈率超过20倍的公司。如果你为一家公司未来的发展付出了太多代价，那么你最终的回报将会小得多。

---

[1] 1996年6月，图表的形状发生了彻底变化，因为英国酒吧公司公布了一项金额达到5 130万英镑，买入413家酒馆与98家批发商50%股份的并购交易。

[2] 1996年6月，JJB体育公司公布了2：1的额外股息。

# 第12章

# 其他投资指标

## 小市值

之前，我曾提出“大象不会飞奔”。很显然，对于一个管理团队来说，将一家市值1 000万英镑的公司规模翻倍要比将一家市值10亿英镑的公司规模翻倍容易得多。从一名投资者的角度看，比较有吸引力的公司资本范围是在3 000万英镑到2.5亿英镑之间。

在过去的50年中，小市值公司大约能跑赢市场3.8%，但是它们有几年一直不受欢迎。小市值公司的主要劣势是它们的股票缺乏流动性，因此对很多机构没有吸引力。对于个人投资者来说，每家公司最多买几千股，买卖基本没有问题，但对于投资机构动辄上万股的交易来说，那就是另外一回事了。

即使个人投资者投资小市值公司也需要当心，当做市商发现市场情绪转向熊市，而他们手里股票过多的时候，这些小市值股票的价格就会承压，不仅股价会剧烈波动，并且做市商的利差往往变得庞大。REFS中显示了做市商希望能够成交的股票数量及价格。当他们被标记了“常规市场规模”这几个字时，REFS中的数字后都应该再加上3个零，比如数字3实际表示的是3 000股的常规市场规模。

和大多数个人投资者相比，我成交的股票数量更多，当我买入时，我常常准备好要多付一点儿钱，以获得我所需要的股票数量。而当我卖出时，同样我也准备好在必要时付出一点儿折价。如果最初的投资构想得当，潜在利润通常足以承担在小市值公司中进行交易的额外成本。

## 另类投资市场

1996年年中，大约200家公司在另类投资市场挂牌上市，其中最大的是特罗卡德罗公司，市值3.5亿英镑；第二大的是南方报业，市值1.4亿英镑；排名第三的是宠物城公司，市值9 800万英镑。最小的另类投资公司是西尔巴母，市值仅有58 000英镑，同时，有15家公司的市值低于200万英镑。

我很少交易另类投资市场中的公司股票，因为它们大多数没有充足的流动性，也很少有经纪人的预测。我给予的对另类投资市场公司的投资建议是，你在真正了解一些公司的特别之处后，再做出投资决定。

## 新兴公司指数

新兴公司指数不包括投资信托，是由700家市值不到1亿英镑的公司组成的。1996年6月，这个规模的公司，如富豪酒店集团以及托特纳姆热刺队，成了富时小盘股指数的候选公司。

顾名思义，新兴公司指数包括了一大批正在学习“飞行”的公司，不幸的是，其中也包括了很多折翼的公司。1996年年初，新兴公司指数公司中仅有60家公司拥有市盈增长比率，这主要是由于该指数成了垃圾桶，集合了其他指数中被剔除的失败公司，以及那些从未摆脱困境的公司。

除非你了解某新兴公司有非常特别之处，否则应当提高警惕。通常来说，要寻找那些至少有两个经纪人做利润预测的公司，并且他们预测的标准差要很低。你还要确保股票的流动性足够强，以确保你能够轻松应对投资，同时做市商的利差不太大。假如一只股票的价格从100～110便士涨到了140～150便士，投资者只会享受30便士的价差（费后）。对未来利润来说，这是一笔潜在费用，且数额巨大，需要在购买时留心。

## 富时小盘股指数

富时小盘股指数包含了约400家公司，1996年年中的市值从威尔肖的2.33亿英镑到信佳的超过3.3亿英镑不等。这对于拥有吸引力的市盈增长比率股票来说是一块儿理想之地。该指数中的公司规模更大，因此比新兴公司更安全。这些公司通常都有不止一个经纪人在进行跟踪记录，他们的市场化程度更好，并且处在一个核心业务仍有大量增长的阶段。例如，JJB体育成功打造了运动用品商店，比萨速递公司旗下的比萨店铺也很成功，他们都很好地说明了这个问题。在这两个案例中，它们应该能够将其在英国的覆盖率在接近饱和点之前提高两倍。相比之下，像莱克斯特这样成功的公司（现在是富时100指数成分股）无法寄希望于在英国开设更多的门店，因此只能依靠店铺升级带来进一步增长。当然，超速增长的空间可能来自海外扩张，但反过来，这也会带来更大风险。

## 富时中盘250指数

顾名思义，富时中盘250指数覆盖了250家公司，这些公司1996年6月的市

值包括2 600万英镑的威克斯以及20亿英镑的卢卡斯等250家公司。到目前为止，8个长度为6个月的区间显示，市盈增长比率公式对于富时中盘250指数中的公司都很奏效。在1995—1996年的13个长度为6个月的测试中，仅使用一个筛选标准，同时取市盈增长比率的值为0.75，富时中盘250指数的平均表现为9.56%，被低市盈增长比率平均值14.88%击败。

尽管有显著改善，但它不如富时100指数和富时小盘股指数中的低市盈增长比率股那样可观。在富时中盘250指数中，似乎只有少数成长型公司还在关注其核心业务中未完成的增长。而有些公司取得了巨大成功，例如捷达集团、赛捷集团和卡皮莱特，但其他公司的表现并不出色。在未来的测试中，结果可能会有利于富时中盘250指数，当然REFS会对每月的测试结果进行积极回溯。

## 富时100指数

富时100指数包括了100家英国的龙头公司。1996年6月，它们的市值从英国石油公司的310亿英镑到拉斯莫公司的17亿英镑。富时100指数中的股票具有高流动性的优势。海外投资者被这些股票吸引，因为这些公司基本是他们听说过的所有公司，并且追踪基金也有义务买入它们。

由于具有更好的市场性这个优势，投资者可以放宽一些投资标准，例如，对一只富时100指数中的股票，在它的市盈增长比率为0.75时买入很合理，而我通常将其限制在0.6。事实上，你有必要降低一些标准来获得更值得投资的股票。1995年年中，只有5只股票符合市盈增长比率低于0.75的条件，但他们利用大幅利润跑赢市场。富时100指数中市盈增长比率数值为0.75的股票自REFS问世后又被重新纳入考量范围。自1994年开始的13个时间为6个月的测试显示，市盈增长比率低于0.75的股票平均涨幅为21.04%，而富时100指数的平均涨幅仅为9.53%。

## 非指数公司

REFS还为非指数公司提供月度公司明细，以及与非指数公司月度最低市盈增长比率、最高增长率等有关的表格。每年年初，这些公司中的大多数都会被纳入一个指数，通常是新兴公司指数。随着这一年的发展，新发股票使非指数股票的数量增加，直到这些表格的数量相当可观。

这些非指数公司表格是发掘低市盈增长比率成长股的另外一种绝佳方式。新发股票通常需要几个月的时间才能被市场认可，由于非指数股票会被提升为各种指数，它们在前进的道路上会得到追踪基金的帮助，因为追踪基

金被迫买入了它们。

## 诱人的分红

分红对成长型投资者来说并不重要。沃伦·巴菲特一直认为，留存收益对股东更有利，因为成长型公司利用资金进行扩张，通常会获得很好的资本回报。

可以说，本来可用来支付额外分红的基金，在公司手中运作要比股东自己运作好得多。

但是，高分红有助于支持股价。它对资产状况起到的作用往往比对成长股要大。大多数投资者都偏爱成长股分红，哪怕分红很少。有些基金不投资那些不分红的公司，知道机构投资者不被排除在投资之外总是好的。当你寻求退出时，有可能是因为他们的钱买了你的股票。

偏爱高分红公司的另外一个原因是，中期和最终的分红水平会提供一个有价值的指导，即董事是否对经营前景有信心。例如，假设某公司历史上每年的分红都在增加，但忽然在某年开始减少或出现增长率大幅下降的情况，那么这有可能是一个警示信号。

许多成功的股票投资方法简单地基于高分红这个标准来决定是否买入股票。最值得一提的是，迈克尔·奥希金斯在他所著的《击败道琼斯》（*Beating the Dow*）一书中对此有过分析。我也在我的书《激励你的财富》中指出了能够应用于英国的方法。在这种制度中，被提到的公司常常陷入困境，它们的分红有时是股价的唯一支撑。成长股投资者可以有一种非常不同的方法，他们不需要过分担忧收益率，但需要稍微关注一下那些过去几年收益率有所增长，并且预计下一年也可能持续增长的公司。

## 买入自己公司的股票

通常当一个公司宣布买入自己公司的股票，并且确实开始这么做时，这是一个非常强的牛市信号。

第一，它表明了公司董事会的信心，并且通常表示该公司的流动性很好。

第二，公司股票的供给随着市场上挂售的股票被买盘计划清掉或取消而变得紧张。

第三，买入股票通常能提高收益。例如，一家公司的预期市盈率为14%，

税后利润约为股价的7%，税前利润约为股价的10.5%。换言之，对于以组合方式支付的资产，其回报率必须至少达到10.5%。1996年年中，某公司盈余现金的利息收入最多为税前的5%。通过减少现金储备和已发行股票的数量而获得的额外5.5%的收益，可以表明收益的显著增长。

投资者偏爱那些买入自己股票的公司还有更深层的原因。买入自己的股票表明董事们是有股东意识的，他们的思路是正确的。

沃伦·巴菲特呼吁那些有盈余现金的公司考虑把这些现金返还给股东。以平常的股价买入股票是一种很有吸引力的方式，因为这样做可以使那些倾向持有股票的股东继续持有，让那些想要卖出股票的股东获得一些收益。

事实上，一家公司买入自己的股票对于投资者来讲并不是一个买入的信号。但是，在人们需要做出最后决定时，它无疑是一个值得考虑的因素，在许多方面，这就和买入自己公司股票的那些董事类似。

## 一些新变化

“一些新变化”常常可以作为买入公司股票的好理由。“变化”常常分为以下四类：

1.新管理层；

2.新技术或新产品；

3.行业内的新事件，包括新的法律法规；

4.新收购。

新管理层已经在前面的相关章节中讲过了。

新技术或新产品带来的改变已经被佩森公司很好地诠释了，具有革命性意义的掌上电脑帮助整个公司成功实现了转型。我最初推荐这只股票是在1992年的《星期日金融邮报》上，当时股价为100便士。公司那时还在为新电脑推出的一些问题困扰，很清楚的是，如果问题能够得到解决，那么公司将前景一片光明。1996年5月，那些问题已经烟消云散，佩森的股价也已达到1 300便士。

REFS用户可以看到佩森1995年5月的市盈增长比率表格，当时公司的管理层打算证明自己的实力。该股票的股价为323便士，市盈增长比率为0.64。当时，他们本可以用相对安全的价格买入股票，并获得非常可观的

收益。假设你是对的，在管理层解决主要问题之前投资，显然比在他们解决问题之后再投资能获得更多回报。但假如你错了，就会损失大部分资产。

像记忆体这家公司，它拥有修理电脑芯片的技术，希望未来能够获得大量利润，但还没有实现。本书的重点是至少连续4年有每股收益增长记录的成长型公司，无论这种收益是历史的还是预测的，又或者两者都有。采用这种方法的投资者对股票价值不感兴趣，他们在等使每股收益快速增长的证据出现，尽管这种方法会失去早期放手一试而得到大笔收益的可能，但通常晚些时候仍然有机会弯道超车。

行业中的新事件层出不穷，比如在北海发现了石油、电视牌照法律变更、行业内的主要对手破产，或者海峡隧道开通。爱尔兰共和军的停战协议显然会使伦敦的餐馆和酒店受益。与此相反，油价大幅上涨可能会对航空公司产生不利影响。投资者必须对这类事件保持敏感，因为它们明显可以对股价产生影响。

新收购也会对股价产生重大影响。汉森公司在收购了帝国烟草公司后，使公司的声望有了提升，其一夜之间成为英国工业的重要组成部分。在一个规模小得多的收购案中，华沙尔公司收购了美国通用电缆公司，这也是一次大胆又很有吸引力的收购，这直接影响了华沙尔公司的股价，使其潜力被人们发现。

对任何由股票交易所支持的收购，你需要考虑的一个重要问题是，每股收益可能会稀释，同时要额外股票对市场的影响。有时候，市场需要很长时间来吸收股本的一次大幅增长。

任何收购都有一个重要特征——提高收益，至少长期来看如此。市场不喜欢稀释收益的收购，如法内尔电子公司的案例，它以高于本身几倍的价格收购了美国公司普罗美尔。法内尔电子可能可以证明这次收购将在未来较长一段时间提高公司收益，但管理层还有一项艰巨的任务，他们有很多工作要做，以追回由于股票发行导致的被稀释的每股收益。

在我看来，最好的收购是分散在行业中的那些规模小却收益高的公司，它们几乎没有引起行业的注意。我能想到的Photobition每年大概会收购三到四个竞争者，将他们的营业额吸收至自己的公司，并变卖房产，节省大部分日常开支。这类收购常常不被注意，但累积起来非常可观，它们对公司未来的每股收益增长率有重大影响。

总结下来，“新变化”本身不是买入一只股票的原因，其他标准也必须纳入考量，但如果真如此，新变化会成为非常具有吸引力的优势，也常常成为

快速改善每股收益背后的原因。

## 市销率

吉姆·奥肖内西最近关于标准普尔计算机统计数据库的研究表明：低于1.0的市销率再加上过去12个月的相对高强度，这是过去43年中最有效的投资指标之一。他的论点得到了肯尼斯·费希尔的支持。费希尔在他的《超级股票》一书中解释了低市销率对经历过重大挫折的科技股的估值多么有效。

市销率的计算方法是将公司的市值除以总销售额（不包括增值税）。这与将公司的股价除以公司的每股销售额相同。

市销率主要被用于发现复苏迹向，或再次确认成长型公司没有被高估。当一家公司开始亏损，没有市盈率为股票估值时，市销率就会格外有用。一家公司在面临困境时也常常会失去股息率，市销率则是衡量公司价值仅剩的几种方法之一。在其他条件都一样的情况下（与市值相关的高销售额），低市销率对于投资者来说是一个好消息，非常高的市销率可能是一个警示信号。

营业额只对那些最终可以转化利润的生意有价值。例如建筑公司，它的营业额很高，但除了大兴土木时期，其他时候通常利润不多。因此，超额收益、收益趋势以及行业比较应结合市销率统计数据，行业比较往往能够揭示出有趣的异常现象，以及特定行业的投资机会。

另外一个重要可变因子是公司的负债水平。一家没有负债并且市销率低的公司，显然比一家高负债且市销率相同的公司更好。在未来的某个时间点，负债需要偿还。并且可以肯定，未来还需要发行更多的股票，额外的股票需要被加入市值中，从而增加公司的市销率。基于这个原因，低市销率股票的REFS表格总是能够展示每家公司的负债比值及市销率。

由此可见，负债比值应该处于合理水平才能使市销率的比较有效，否则需要名义上的补贴来允许发行更多股票。当然，计算折扣的方法必须在公司的比较中保持一致，但对于一家高负债的公司来说，市销率则不应该用票面价值来计算。

举一家拥有高市销率的公司的例子来说明。1991年3月，莱克斯特公司的市值为1亿英镑，销售额为4亿英镑，股票价格为30便士，市销率达到了惊人的0.25（1亿英镑除以4亿英镑）。因此，1996年5月，在新管理层的帮助下，其股价已经恢复到530便士的水平，这并不奇怪。

有趣的是，莱克斯特公司在卖出格兰顿公司后依然保持很低的市销率，当

时它已经偿还了大部分债务，并且可以预见某种复苏。在此之前，1990年12月，该公司的市值相对于包括格兰顿公司在内的预计销售额（8亿英镑）跌至2 400万英镑，市销率达到令人吃惊的0.03，尽管在那个阶段，其复苏更难看到希望。

对于价值投资者来说，市销率低于0.5意味着巨大的价值会展现出来，并且提供了未来可能复苏的方法。对于成长股投资者来说，低于1的市销率是重要的价值过滤标准。假如其他指标，如低市盈增长比率、强现金流和高相对强度都到位，那么低市销率是一种额外优势。

不难找到具有以上所有特征的股票。例如，1996年3月，完美硬件、帕瑞提集团、米蒂、桑德森电子和普雷萨克控股几家公司都符合要求。

完美硬件是一家利润相对较小的经销商，因此它的市销率处于较低的水平并不奇怪。这再次强调了查看一家公司的市销率需同时查看行业中的其他公司的市销率，以及行业平均值的重要性。

应该记住的是，低市销率并不是成长型公司的强制性要求，大量的成长股拥有高市销率并持续多年。例如，1996年3月，传统成长股能多洁的市盈率仅为4.8，利润率为24%，在能多洁公司的出价中，BET公司的这两个数据分别为1.07和5.97%。不难猜测，能多洁的管理层希望能够得到BET公司以改善利润。

## | 总结 |

1 市值在3 000万～2.5亿英镑之间的小市值公司更有可能整体超越市场表现，并且毫无疑问，比富时100指数中那些笨拙的同行表现得更好。成功的公司往往会得到追踪基金的帮助，从而会被提升到更好的指数中。

2 进行分红的公司常常受到偏爱，股息扩大了股票潜在买家的范围，并进一步坚定了董事的信心或人们对公司未来的信心。

3 当一家公司买入自己公司的股票时，这通常是非常强的牛市信号。它显示了董事们的信心，也暗示了公司拥有强劲的现金流。另外，买入股票收紧了公司股票的供给，通常会提高收益。

4 新事物是一项有额外吸引力的因素，有可能是新管理层、新技术、行业内的新事件或者是新的收购。

5 低市销率是一个有吸引力的投资特征。当比较一家公司与其他公司的市销率时，负债水平应当被考虑在内。

6 公司业务的性质也是一个关键因素。例如，利润率较低的分销商往往具有较低的市销率。

7 许多成长型公司多年来都保持着较高的市销率，低市销率不是成长股的强制性要求，但它是一个很有价值的特征，可以作为附加优势加以考虑。

# 第13章

# 股票经纪人

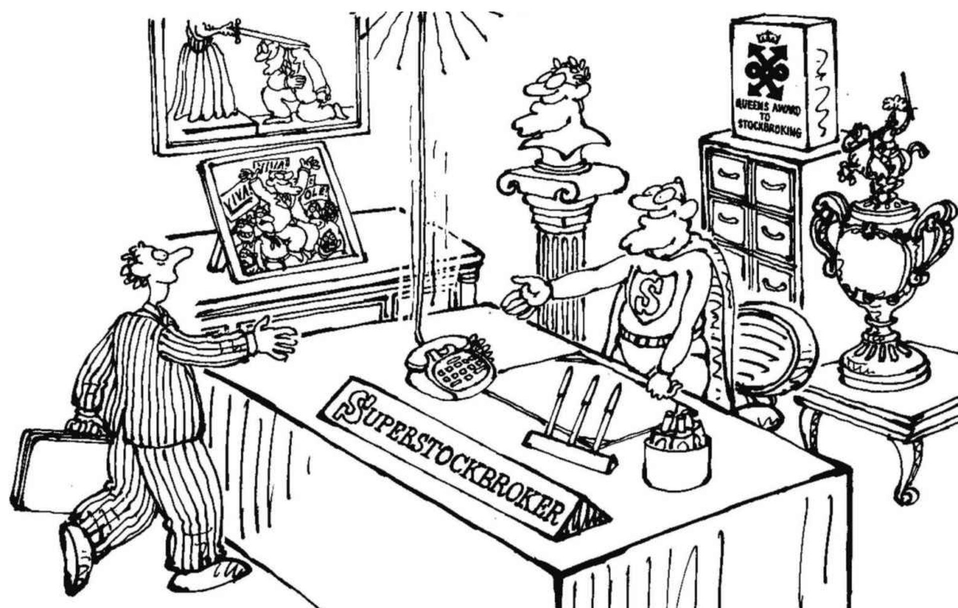



**图13-1** 超级股票经纪人

大多数个人投资者都需要做出这样一个重要的决定：他们是应该聘用一个只负责执行的经纪人，还是一个更传统、更能提供有效服务的经纪人。毫无疑问，聘用只负责执行指令的经纪人可以节省佣金，但许多投资者都希望能听取不同的意见，并在一定程度上帮助他们投资。

如果你打算使用只执行投资指令的经纪人，那么富达和ShareLink（世界三大网络营销联盟之一）是最大和最知名的（尽管不是最便宜的）两家经纪人公司。富达经纪公司是总部位于波士顿的富达投资公司在英国设立的证券经纪公司。选择富达作为经纪人的时候，你并不会孤军奋战，因为该公司也提供免费的市场概况和公司信息。然而，他们肯定希望你为了节省佣金而自己做出投资决定。总体上看，富达的收费大约是传统经纪人对小客户收费的50%。

Sharelink的收费与富达差不多，但同时他们还提供一个叫作Share finder（股票选择）的服务。该服务覆盖了650家领先的公司，并提供了三个基本功能——每周业绩总结、每周的买入/卖出指南和关于每一家公司的报告。这些额外服务会收取适中的费用，但看起来还是很有价值的。

其他用看起来颇有诱惑力的费率吸引顾客的，仅提供执行服务的经纪人公司还包括城市交易服务公司，这是卡特·艾伦集团的成员之一。该公司对买入或卖出1 000英镑的股票仅收取9英镑的佣金。另外，约克夏公司——约克夏建筑协会的股票交易服务商，其收费与城市交易服务公司也大致相似。二者都提供了市盈率的信息，并也都有诸如在计税年尾用隔夜交易制造税损的其他服务。

所有这些只负责执行指令的经纪人会定期在《投资者纪实》等杂志上做广告，如果你联系他们，他们会很乐意把宣传册发给你。

根据交易规模和客户的重要性，传统经纪人的股票买卖佣金费率一般会设置在1.65%～0.3%。只要能得到合适的服务，你不应该在付费给优秀的经纪人方面吝啬。你需要做的是寻找一个能真正开诚布公、随时准备为客户服务的经纪人。

许多小投资者认为自己的账户金额太少，对于经纪人来说这不重要，所以不能有太高的要求。此时，REFS就能拯救你，它可以筛选那些原本会浪费用户时间和经纪人时间的公司。通过快速淘汰那些不值得跟踪的公司，节约你的精力，从而使你能够集中研究那些很有可能成为你投资组合中一部分的公司。如果一家公司的现金流远低于其每股收益，或者其上一年的相对实力很差，抑或是其市盈增长比率已超过1.0，那就忽略它吧。有足够多的股票可以满足你所有的投资标准，所以不要浪费自己的时间在那些不及格的股票上。对于你应该关注的股票，你可以在经纪人那里获取进一步信息，尽管这些信息在最终的分析阶段并不太有趣。

你至少需要查看股票最近2次的年报和中期报告，以及最近6个月的媒体新闻，以获取关于公司的信息。如果能阅读最近3年的年报，并收集最近12个月的剪报则更好。但如果你每周都要分析所投资的公司的话，那么工作量就太大了。为了避免给你的经纪人带来不必要的麻烦，你最好发传真给公司的秘书或相关公司，要求他们提供年度和中期报告。他们通常都很乐意帮助你。公司的传真号码可以在REFS的公司详情板块中找到。

对于我感兴趣的公司，我总会要求我的经纪人设法掌握其他经纪人的通告——你知道得越多越好。

无论你是否会进行投资，为每个公司建立一份档案都是一件值得做的事

情。你经常会发现，大约一年之后你可能会重新关注这些股票，但如果你不得不重新开始所有的工作，那将非常费时费力。不用说，如果你确实进行了投资，或者很可能会进行投资，公司的相关文件都应该随时更新。

在做出最终投资决策之前，应详细检查REFS的相关条目、董事的交易，还要了解公司在其行业中的地位。你需要权衡各种因素和指标，在下一章中，我将向你展示如何将所有线索综合在一起。

# 第14章

# 成长股选择综合应用

## 筛选标准分类

在前几章中，我们介绍了大量关于成长股的选择和投资标准。在这些标准中，有一些是强制性的要求，另一些是强烈建议参考的，剩下的则可以看作额外的加分项。首先，我会列出所有筛选标准，并将它们分为以下几类：

第一类：强制性要求

**1.** 市盈增长比率

在富时全股指数中，只有不到一半的股票有市盈增长比率。因此，如果一家公司有这个指标，这就是一个直接且非常重要的加分项。虽然未来的前景预测还要基于公司过去的成长记录，但有了市盈增长比率意味着公司至少有了一个4年的增长历史。

当一家公司明显会在1年内有市盈增长比率指标，或因为小困境而错失了获得市盈增长比率的机会，这时可以适当做出妥协。然而，在大多数情况下，有市盈增长比率指标是必要的。

之前，我把公司主席的声明应该是乐观的这一点作为强制性要求。但事实上，当一家公司拥有市盈增长比率的时候，就相当于在某种程度上提供了一些保证，即经纪人认为公司不太可能在每股收益方面遭遇挫折。然而，年度报告中关于未来前景的所有声明，以及董事长在年度股东大会上的报告（在REFS中都有展示）仍应与相关新闻信息一起进行检查，以确保投资的地平线上没有乌云。

我们需要根据市场的平均水平确定市盈增长比率的阈值。1996年4月，整个市场的市盈增长比率水平约为1.5，这在历史上是相当高的。在这种情况下，任何低于1.0的股票从表面上看都是非常具有吸引力的。市盈增长比率为0.75的股票吸引力则是市场的2倍，市盈增长比率在0.6以下的少量股票，吸引力已经是市场整体的2.5倍了。

市盈增长比率的阈值水平因所管理基金的规模而异。当把阈值设置在0.6的时候，再结合其他一些筛选标准，通常只会剩下10家公司，这对于大多数个人投资者来说已经足够了。对于真正意义上的基金，1.0以下的市盈增长比率则是一个很好的起点，可以给我们更多的投资选择，其中一些股票包含在高度市场化的富时100指数中，还有大量的股票包含在富时中盘250指数中。

**2.** 预期市盈率不超过**20**

对于市盈率在20倍的公司，则需要高到可能无法持续的收益增长率，才能把市盈增长比率控制在一个较低并且有吸引力的水平。这里，最推荐的预期市盈率范围是10～20倍，预测增长率范围为15%～30%。

**3.** 强劲的现金流

正如你看到的，现金流的筛选并没有直接改善投资业绩。然而，这对于绷紧了神经的投资者（我自己就是这一类）来说，可以让他们更加安心，而且很可能会让投资者的股票在熊市中表现出色。

对于我的账户来说，强大的现金流是必不可少的。我希望看到每股收益能年复一年地转化为现金，并至少能进一步体现在资产负债表的现金余额项中，从而迅速地降低公司的杠杆率。

上一报告年度的每股现金流应超过每股收益。有时，如果差异刚刚为负，只要有充分的理由（例如，伴随着营运资本的增加，销售额迅速增长），还是可以放宽标准的。但是，如果上一期报告的年度每股现金流是负值，就要求前5年的每股平均现金流必须大大超过该时期的每股收益。

此外，公司的资本支出不应超过最近一年的现金流，并且应该相较于前5年的平均数值明显减少。同样，如果最近一年的数值不符合要求，只要公司能给出一个合理的解释，有时还是可以放宽标准的。不过，在理想情况下，人们寻找的还是那些能够产生大量现金的公司，这些公司不需要为了生存而被迫把所有资金都花在资本支出上。

**4.** 低杠杆率或积极的现金余额

当公司的杠杆率超过50%时，投资者就需要特别小心了。在实践中，如果现金流强劲，我可以把这个上限提高到75%左右。例如，弗兰克·亚瑟控股在1995年年初的杠杆率超过75%，但到1996年4月，杠杆率已经降至25%的水平。

令人乐观的现金余额仍然是辨别一家公司是否能成为卓越的成长型公司最好的迹象之一。例如，1996年6月，能多洁、莱克斯特、卡皮莱特、欧陆、洛奇卡、帕瑞提和JJB体育，这些公司都具有这一讨人喜欢的特点。强劲的现金余额往往是最令人信服的证据，证明一家公司的增长是真实的，并且它可以持续将其不断增长的每股收益转换为现金。这对于资本支出和收购、回购股票或向股东支付股息来说都至关重要。

**5.** 相对强度高

前一个月股价的相对强度必须为正，前12个月的相对强度必须为正且大于前一个月的数值。

对于相对强度，我建议唯一可以放宽标准的情况是，上个月的相对强度是轻微的负增长。这可能是由于这只成长股暂停上涨，在休息。在这种情况下，我会检查股票前3个月的相对强度。如果这些也是负值，我会放弃这些股票，再看看其他公司。

**6.** 竞争优势

在投资的时候，我通常都是从整个股票市场中的所有股票开始，运用一系列的筛选标准，如低市盈增长比率、强劲的现金流和较高的相对强度，来找到我可能投资的股票。然后，我会仔细分析那些通过了我筛选标准的股票，并试图找出，在如此优异的财务数据背后，公司拥有的竞争优势。1995年年底，我的筛选标准帮我找到了第四港口和拉特兰信托公司。这两家公司的共同特点是它们都拥有港口。我以前从来没有研究过港口，但现在看来，像收费大桥一样，这让公司在当地具有强大的竞争优势。因此，我才可以理解，为什么这些公司的财务业绩会这么出色，前景这么光明。

投资之前，我就能看到JJB体育的体育用品店、卡皮莱特公司的地毯店、比萨速递的餐厅都有着各自可复制并且能吸引客流的商业模式。然而，我是用REFS和数字筛选标准才找到了它们。直到那时，我才试图分析它们的竞争优势，了解它们是如何取得如此优秀的结果的。

第9章强调了许多不同类型的竞争优势，这些竞争优势可能是公司获胜的源头。高投资下的资本回报率和良好的运营利润通常是公司有竞争优势的有力证据。

**7.** 董事的交易

如果董事正活跃地减持公司股票，我也会毫不犹豫地开始卖出。董事买入是我们希望看到的，但并不是我们投资的必要条件。必要的条件是，你看

好的股票没有人在大额卖出。

第二类：强烈建议参考的标准

**1.** 加速的每股收益

这是所有指标中最令人振奋的一个。如果加速的源头（例如：模式克隆）能被你找到，而且加速势头看起来还不错的话，那就更好了。

**2.** 董事买入

多位董事购入自己公司的股票，这总是令人非常鼓舞的。

**3.** 公司市值

我偏好的市值范围是3 000万～2.5亿英镑。

**4.** 股息收益率

我建议优先考虑那些会进行分红的公司。大多数公司都会分红，对那些不分红的公司，投资者应该谨慎。

第三类：额外的加分项

**1.** 低市销率

低市销率是一个很好的价值过滤标准，可以应用在成长股上面，给我们的分析增加可信度。

**2.** 新变化

首席执行官的变更、新产品的推出或重大收购的发生都可能对未来的每股收益产生重大影响，并且往往是造成重新评估公司每股收益的关键因素。

**3.** 低市研率

对于每年从事大量研究和开发的公司来说，低市研率只是一个有用的衡量标准。如公司最新年度报告所示，当研发支出超过公司市值的1%时，REFS系统会在该公司详情中显示该市研率数值。

市研率的计算方法是将公司的市值除以研发支出总额。对于制药和计算机

软件公司来说，低市研率才是我们想要的，这表明公司正在为未来投入大量资金。更详细的内容可以参阅本书第17章。

**4.** 合理资产头寸

对于成长股来说，这一点并不是很重要，资产头寸只有在公司负债率较高的情况下才有真正意义。

## 装满箭的箭筒

我喜欢把这些标准看作是装满箭的箭筒。它们不需要全部被发射出去，而且有些箭可能会错过目标猎物。向你展示如何使用这些箭的最好方法就是在实际案例中进行分析。但我想强调的是，下面的例子都仅作为投资标准的解释说明，不作为当前的投资建议。我将使用1995年11月27日发布的12月的REFS数据，等到这本书出版时，这些数据其实已经过时了。总之，你的关注点应该放在分析方法上，而不是具体的公司名字上。

富时小盘股指数是寻找有吸引力的市盈增长比率股票的绝佳猎场。因此，我每个月在收到REFS后的第一个想法就是翻到包含最低市盈增长比率股票的小型成长股列表那一页。下表为富时小盘股指数表的上半部分，显示了1995年11月27日市盈增长比率在0.6以下的股票：

表**14-1** 富时小盘股指数——市盈增长比率最低的成长型公司

| 市值（百万英镑） | 1个月相对强度（%） | 股票价格（便士）12个月最高 | 股票价格（便士）12个月最低 | 股票价格（便士）最近 | 公司或参考值 | 预期市盈增长比率 | 预期市盈率 | 预期每股收益增长率（%） | 3年每股收益增长率（%） | 预测的1月变动（%） | 1年的相对强度（%） | 上1年的平均现金流与每股收益比率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 160 | −2.5 | | | 283 | 指数公司加权平均 | 1.05 | 22.3 | 26.6 | 29.3 | −3.8 | +0.4 | 1.6 |
| 93 | −3.8 | | | 183 | 指数公司中值 | 1.01 | 12.5 | 13.6 | 16.9 | −0.6 | −12.3 | 1.3 |
| 50 | −4.2 | 499 | 330 | 485 | 诺本 | 0.37 | 16.7 | 44.7 | 63.2 | 无 | −1.7 | 无 |
| 40 | −7.6 | 110 | 80 | 89 | 约克夏食品集团 | 0.39 | 6.6 | 17.0 | 6.7 | +1.7 | −33.3 | 无 |
| 74 | −3.5 | 109 | 70 | 103 | 派力肯 | 0.40 | 12.4 | 31.0 | 17.8 | 无 | −3.1 | 1.6 |
| 39 | −8.2 | 166 | 124 | 156 | 佩里 | 0.41 | 8.3 | 20.1 | 28.9 | +0.6 | −18.9 | 1.1 |
| 130 | −5.1 | 303 | 221 | 289 | 英国婆罗洲石油 | 0.43 | 10.0 | 23.1 | 3.1 | +2.6 | +13.3 | 2.5 |
| 65 | −5.0 | 206 | 152 | 190 | 桑德森 · 布拉莫尔 | 0.46 | 9.1 | 19.8 | 27.1 | 无 | −1.3 | 0.6 |
| 74 | +4.3 | 175 | 106 | 175 | 帕瑞提 | 0.49 | 13.9 | 28.7 | 24.2 | 无 | +17.6 | 1.4 |
| 305 | −1.2 | 131 | 63 | 130 | 劳拉 · 阿什利 | 0.49 | 34.0 | 69.7 | 152 | 无 | +39.4 | 4.0 |
| 208 | −1.4 | 96.5 | 51.9 | 95 | 五月花 | 0.49 | 15.4 | 31.2 | 31.4 | 无 | +55.1 | 0.3 |
| 100 | −17.1 | 156 | 108 | 109 | 瓦登 | 0.50 | 10.8 | 21.7 | 96.0 | +1.2 | −23.1 | 1.5 |
| 82 | −3.2 | 356 | 224 | 324 | 德尔菲集团 | 0.54 | 11.2 | 20.8 | 57.8 | +1.6 | +19.3 | 无 |
| 181 | +0.4 | 361 | 173 | 361 | 商业邮政集团 | 0.54 | 17.4 | 32.1 | 50.7 | +0.6 | +98.5 | 1.2 |
| 171 | −7.3 | 217 | 145 | 193 | 霍格 · 鲁宾逊 | 0.56 | 9.4 | 16.9 | 5.1 | 无 | −18.9 | 1.3 |
| 159 | −7.3 | 362 | 257 | 341 | 独立保险 | 0.57 | 6.6 | 11.5 | 无 | −0.2 | +20.3 | 无 |
| 201 | −2.1 | 269 | 198 | 214 | 弗罗斯特集团 | 0.58 | 13.0 | 22.6 | 30.8 | −0.7 | −15.9 | 2.2 |
| 99 | +5.8 | 41 | 25 | 40 | 拉特兰信托 | 0.58 | 13.6 | 23.3 | 0.4 | −4.0 | +27.8 | 5.0 |
| 94 | +1.8 | 604 | 307 | 599 | 丽晶旅社 | 0.58 | 16.7 | 28.6 | 48.3 | +1.5 | +70.8 | 0.6 |
| 198 | −8.7 | 482 | 346 | 437 | 布兰默 | 0.59 | 12.3 | 20.7 | 13.9 | +1.0 | +9.8 | 1.5 |
| 41 | −3.5 | 131 | 106 | 111 | 希尔 · 史密斯 | 0.60 | 9.6 | 16.0 | 3.6 | 无 | −26.1 | 1.0 |
| 125 | −3.5 | 274 | 151 | 266 | 雷吉 · 瓦迪 | 0.60 | 12.2 | 20.3 | 31.0 | 无 | +43.5 | 0.8 |
| 186 | +5.3 | 373 | 324 | 361 | 崔尼蒂控股 | 0.61 | 14.4 | 23.6 | 40.3 | 无 | −2.3 | 0.7 |
| 90 | −1.6 | 110 | 78.5 | 106 | 阿伯丁信托 | 0.61 | 14.5 | 23.7 | 66.5 | 无 | +17.4 | 1.3 |
| 99 | −1.2 | 798 | 625 | 798 | 旗舰公司 | 0.62 | 15.9 | 25.8 | 13.9 | +0.3 | +6.1 | 1.1 |
| 216 | +0.2 | 110 | 81.5 | 110 | 辛格 · 弗里德兰德 | 0.62 | 9.2 | 14.8 | 无 | −1.9 | +15.0 | 无 |
| 99 | −8.6 | 174 | 110 | 161 | 米高蒲志 | 0.65 | 10.5 | 16.1 | 43.3 | −0.7 | +20.7 | 1.9 |

必须认识到，有了市盈增长比率指标就表示，表中的公司已经通过了第一

层筛选。在富时小盘股指数的400家公司中，只有160家合格，其中只有20家通过了第二层筛选——市盈增长比率在0.6或以下。

第三层筛选标准将那些排名在前20的公司里现金流低于每股收益的股票排除。这个比例标在了表的最后一列，正如你所看到的，诺本、约克夏食品集团、桑德森·布拉莫尔、五月花、德尔菲集团、丽晶旅社（真是遗憾）以及雷吉·瓦迪公司都没能通过检验。这时，你会注意到独立保险仍然在候选名单中。我没有对银行和保险公司进行现金流筛选，因为现金管理本来就是他们的业务范围，对于他们而言这个指标意义不大，因此REFS没有显示这些数字。

第四个重要的筛选标准是上一年的相对强度，派力肯、佩里、瓦登、雷格宾逊、弗罗斯特集团（其车库因汽油价格战而蒙受损失）和希尔·史密斯都被淘汰。

因此，入围名单被快速缩小至以下股票：英国婆罗洲石油、帕瑞提、劳拉·阿什利、商业邮政集团、独立保险、拉特兰信托，以及布兰默。

前1个月相对强度的筛选不如一年期的重要，因此可以被前3个月的正相对强度这一指标覆盖。最近3个月，英国婆罗洲石油前1个月的相对强度为-5.1%，而前3个月的相对强度为+3.5%。劳拉·阿什利最近1个月的相对强度为-12.2%，但前3个月的相对强度则是+16.2%。令人遗憾的是，独立保险上个月的相对强度是-7.3%，而该公司最近3个月的相对强度都为负，是-2.9%。布兰默上个月的相对强度为-8.7%，对应的最近3个月相对强度为-3.8%。

因此，入围名单进一步缩小到仅包含以下股票：

表**14-2** 入围名单

| 公　司 | 股价（便士） |
|---|---|
| 英国婆罗洲石油 | 289 |
| 帕瑞提 | 175 |
| 劳拉·阿什利 | 130 |
| 商业邮政集团 | 361 |
| 拉特兰信托 | 40 |

现在，我们就要使用REFS、公司年报以及其他任何可用的经纪人通告，对个股做出更详细的分析，以确定其竞争优势。此外，还要确认公司的前景声明以及新闻信息都是积极的，查明董事是否在购买或出售股票，并检查其他关于公司的关键统计数据。

英国婆罗洲石油

该公司在墨西哥湾拥有巨大的石油储备。不论从政治环境还是地理环境考虑，那里都被世人认为是世界上最安全和最好的石油开采地之一。1995年12月，公司所有董事都没有购买或出售股票的记录，公司的前景声明也相当乐观。当时公布的每股53.1便士的现金流轰动一时，但现金流被那些用于大规模扩张的巨额资本支出抵消。作为一家石油公司，它的市盈增长比率低至0.43，这是一个非常有吸引力，甚至低得有些不同寻常的数字。公司的市盈率为10倍，所有的强制性要求都得到满足了。

现在，我们看看强烈建议参考的因素和额外的加分项。最重要的是，每股收益的增长正在提速——1994年为9%，1995年为13%，到1996年就达到了24%。公司市值为1.3亿英镑，颇具吸引力，股息收益率为3.46%，略低于市场平均水平，但这对于该行业来说已经不错了。此外，1.5的市净率为股价提供了一些支撑。总之，它看起来很有吸引力。

帕瑞提

图14-1列出了1995年12月REFS系统中帕瑞提的页面。这是一个样式复古的、只有半页的页面，但里面几乎包含了我所提出的所有观点。帕瑞提具有绝佳的图形、正相对强度、中等的市盈率、极低的市盈增长比率以及高增长率。公司的资本回报率高、现金余额为正，现金流也良好。公司的中期结果非常亮眼，董事长对未来的发展也充满信心。

帕瑞提的业务涉及计算机咨询服务。该公司为计算机用户提供专业化的人员和技能培训，有2/3的富时100指数中的公司都是它的客户。帕瑞提有超过75 000名特聘系统人员，公司会定期审查他们的工作质量。

公司的市销率指标非常吸引人，只有0.74，但利润率也较低，仅为4.55%。这是因为帕瑞提作为中间商，将顾问报酬的固定百分比作为公司利润。除非在初期有大规模资金投入，否则进入这个行业是一件非常艰难的事。因此，帕瑞提似乎已经在一个良好的行业内为自己建立了快速增长的细分市场。对于我来说，这些股票就是绝佳的成长之星。

## 帕瑞提

价格（便士）　5便士普通股VS富时全股指数VS标准每股收益　（比例 32）

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 最高 | 32.2 | 40.7 | 114 | 142 | 175 | | |
| 最低 | 13.3 | 17 | 17 | 89 | 106 | | |
| 平均市盈率 | 6.2倍 | 7.4倍 | 16.7倍 | 30.4倍 | 18.9倍 | | |

| 相对强度 | % |
|---|---|
| 1个月 | +4.3 |
| 3个月 | +8.6 |
| 6个月 | +13.1 |
| 1年 | +17.6 |
| 相对系数 | 1.08 |

**业务：**信息技术服务。**电话：**（0171）8248008。**注册地：**新城镇。注册地电话（0121）5851131。**经纪商：**詹金宝。

**中期报告：**（1995年8月22日披露）1995年6月30日数据。总市值（流通市值）：6 150万英镑（3 800万英镑）。税前利润：307万英镑（202万英镑）。每股收益4.82便士（3.51便士）。中期分红1便士（0.75便士）。

**概览：**股东大会（1995年4月13日）一季度结果显示出我们在1995年开年迎来了信息技术服务市场的春风……我们愈发确信全年及未来将持续这种势头；董事会对公司本年度及未来的繁荣发展信心十足；中期报告：我们在二季度表现良好，有信心将势头延续至年末。

行业

支持服务业——计算机服务

行业分析（1994年年报）

| | | T/0 | Pr |
|---|---|---|---|
| IT服务 | % | 100 | 100 |
| 英国 | % | 87 | |
| 欧洲大陆 | % | 13 | |

历史表现

| | | 1994年年报 | 5年平均 | Y↓ | Tr% |
|---|---|---|---|---|---|
| 常规每股收益 | 便士 | 7.19 | 3.55 | 2↓ | +91.4 |
| IIMR方法每股收益 | 便士 | 7.19 | 3.21[3] | 1↓ | +52.5 |
| FRS3方法每股收益 | 便士 | 7.19 | 3.01[3] | 1↓ | +50.6 |
| 税率 | % | 35.2 | 22.7 | 2↓ | −5.82 |
| 每股现金流 | 便士 | 10.4 | 5.91[4] | 2↓ | −11.9 |
| 每股资本支出 | 便士 | 0.78 | 0.48[4] | 2↓ | +56.6 |
| 每股红利 | 便士 | 1.75 | 0.93 | | +11.2 |
| 每股销售收入 | 英镑 | 2.36 | 1.78 | 2↓ | +6.95 |
| 利润率 | % | 4.55 | 3.36 | 3↓ | +24.6 |
| 已动用资本回报率 | % | 24.8 | 8.94 | 3↓ | +56.9 |

股价

1995年11月27日　175便士

| | |
|---|---|
| 标准每股收益 | 12.6便士 |
| 总市值 | 7 390万英镑 |
| 营业额（1994年年报） | 8 880万英镑 |
| 税前收益（1994年年报） | 4 180万英镑 |

| | | | 与市场比 | 与行业比 |
|---|---|---|---|---|
| 分红收益率 | % | 1.97 | | |
| 市盈率 | 倍 | 13.9 | | |
| 市盈率利润增速比 | | 0.49 | | |
| 增长率 | % | 28.7 | | |
| 已动用资本回报率 | % | 24.8 | | |
| 利润率 | % | 4.55 | | |
| 总杠杆 | % | −40.1 | | |
| 市净率 | 倍 | 12.0 | | |
| 市值与有形资产比率 | 倍 | 12.0 | | |
| 市现率 | 倍 | 16.9 | | |
| 市销率 | 倍 | 0.74 | | |
| 市研率 | 倍 | na | ⊕ | ⊕ |

| | |
|---|---|
| 富时小盘指数 | 第351 |
| 整体市场 | 第755 |

股东

| 4 220万股　5便士普通股　合计持股比例42% | | | |
|---|---|---|---|
| PWFM W | % | 12.2 | 2− |
| BAT工业 | % | 5.25 | |
| 威廉·约翰 | % | 4.88 | |
| 萨缪尔·蒙太古 | % | 4.74 | 4− |
| 阿莱德·克利兹基金 | % | 4.17 | |
| 纽特科有限公司 | % | 4.12 | |
| 斯温·斯蒂 | % | 7.24 | |
| 卡布特 | 千股 | 14.3 | |
| 托马斯·斯托诺 | 千股 | 2.00 | |

杠杆覆盖水平（1994年年报）

| 无形资产 | | 包含 | 不包含 |
|---|---|---|---|
| 净杠杆 | % | −40.1 | −40.1 |
| 现金 | % | 214 | 214 |
| 总杠杆 | % | 174 | 174 |
| 5年以内 | % | 174 | 174 |
| 1年以内 | % | 174 | 174 |
| 速动比 | | % | 1.25 |
| 流动比 | | % | 1.25 |
| 利息覆盖倍数 | | 倍 | 8.59 |
| 股息覆盖倍数 | | 倍 | 4.11 |

利润及分红预测

| | | 1994年年报 | 1995年预测 | 1996年预测 |
|---|---|---|---|---|
| 常规每股市盈率 | 便士 | 7.19 | 10.0 | 12.8 |
| 变化 | 便士 | | − | +0.40 |
| 经纪人 | n | | 1 | 1 |
| 标准差 | 便士 | | − | − |
| 增长率 | % | 93.0 | 39.1 | 28.0 |
| 市盈率 | 倍 | 24.3 | 17.5 | 13.7 |
| 红利 | 便士 | 1.75 | 2.30 | 2.80 |
| 分红收益率 | % | 1.25 | 1.64 | 2.00 |

关键日期

| | |
|---|---|
| 下财年结束日 | 1995年12月31日 |
| 除息日 | 1993年11月2日 |
| 中期除息日 | 1994年9月19日 |
| 年度结束日 | 1994年12月31日 |
| 年报预披露日 | 1995年3月7日 |
| 年报披露日 | 1995年4月13日 |
| 分红日 | 1995年5月9日 |
| 股东大会 | 1995年6月6日 |
| 中报披露日 | 1995年8月22日 |
| 中期除息日 | 1995年9月25日 |

**图14-1 1995年12月，REFS中帕瑞提公司的页面**

劳拉·阿什利

虽然这家公司通过了我的筛选，但我不会在1995年12月的时候买入，因为34倍的预期市盈率太高了。尽管69.7%的收益增长率也很高，但这里面包含了大量的复苏因素和重组带来的短期利益，无法长期维持。

事后证明，这一决定非常愚蠢。到1996年5月初，劳拉·阿什利的股票价格已经从每股130便士上涨到212便士。许多使用自己股票投资系统的投资者决定把高市盈率的股票排除掉，他们并不害怕更高的市盈增长比率。这在很大程度上取决于自己的投资风格。在我的投资标准中，天文数字般的市盈率是需要避开的，所以我通常会在筛选过程中把它们排除。我知道，这样做会偶尔错过一些投资机会，但我觉得严格地坚持自己的投资标准能让我更放松。

商业邮政集团

1995年12月的REFS系统中的成长统计数据显示，商业邮政集团融合了许多吸引人的特点。与市场和行业相比，该集团17.4的市盈率处于高位。然而，32.1%的预期增长率也已接近历史最高水平，这使得该集团的市盈增长比率仅为0.54，这是一个非常诱人的数字。

商业邮政集团

价格（便士） 10便士普通股VS富时全股指数VS标准每股收益 （比例 8）

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 最高 | | | 163 | 175 | 361 | | |
| 最低 | | | 107 | 98 | 173 | | |
| 平均市盈率 | | | 19.7倍 | 16.6倍 | 22.2倍 | | |



| 相对强度 | % |
|---|---|
| 1个月 | +0.4 |
| 3个月 | +11.6 |
| 6个月 | +63.2 |
| 1年 | +98.5 |
| 相对系数 | 1.08 |

**业务：**特许邮递服务。**电话：**（01753）819918。**承销商：**RBS。电话（0117）930 6666。**中期报告：**（1995年11月6日披露）1995年9月30日数据。总市值（流通市值）：3 050万英镑（2360万英镑）。税前利润：594万英镑（381万英镑）。每股净利润7.90便士（5.10便士）。中期分红3便士（1.90便士）。**概览：**股东大会（1995年7月27日）我们在本财年开局良好。1995年二季度，销售额较上季度及去年提升明显，我们的营运利润率也从15.5%提升到19%。中期报告（1995年11月6日）：我们观察到价格趋势已经形成，我们对未来的增长信心十足。首席执行官（1995年10月2日）：邮政集团提名科恩先生作为首席执行官。

行业

支持服务业——商业服务

行业分析（1994年年报）

| | | T/0 | Pr |
|---|---|---|---|
| 邮递服务 | % | 100 | 100 |
| 英国 | % | 100 | 100 |

历史表现

| | | 1994年年报 | 5年平均 | Y↓ | Tr% |
|---|---|---|---|---|---|
| 常规每股净收益 | 便士 | 12.2 | 6.30 | | +53.4 |
| IIMR方法每股收益 | 便士 | 12.2 | 8.89[3] | | +33.0 |
| FRS3方法每股收益 | 便士 | 12.2 | 8.93[3] | | +33.1 |
| 税率 | % | 33.2 | 33.4 | 2↓ | −0.97 |
| 每股现金流 | 便士 | 14.1 | 6.81 | | +78.0 |
| 每股资本支出 | 便士 | 3.54 | 3.50 | 2↓ | +3.58 |
| 每股红利 | 便士 | 6.00 | 4.20[3] | | +45.6 |
| 每股销售收入 | 英镑 | 1.03 | 0.76 | | +21.55 |
| 利润率 | % | 16.0 | 11.6 | 2↓ | +16.3 |
| 已动用资本回报率 | % | 47.3 | 22.4 | 1↓ | +60.7 |

股价 1995年11月27日 26便士

| | |
|---|---|
| 标准每股收益 | 20.8便士 |
| 总市值 | 18 100万英镑 |
| 营业额（1994年年报） | 5 130万英镑 |
| 税前收益（1994年年报） | 9 140万英镑 |

| | | | 与市场比 | 与行业比 |
|---|---|---|---|---|
| 分红收益率 | % | 3.38 | ◒ | ◒ |
| 市盈率 | 倍 | 17.4 | ◒ | ◒ |
| 市盈率利润增速比 | | 0.54 | ● | ● |
| 增长率 | % | 32.1 | ● | ● |
| 已动用资本回报率 | % | 47.3 | ● | ● |
| 利润率 | % | 16.0 | ● | ● |
| 总杠杆 | % | −29.5 | ● | ◒ |
| 市净率 | 倍 | 9.68 | ○ | ○ |
| 市值与有形资产比率 | 倍 | 9.68 | ○ | ○ |
| 市现率 | 倍 | 25.6 | ◒ | ◒ |
| 市销率 | 倍 | 3.52 | ○ | ○ |
| 市研率 | 倍 | na | ⊕ | ⊕ |

| | |
|---|---|
| 富时小盘指数 | 第99 |
| 整体市场 | 第465 |

股东

5 000万股 10便士普通股

| | | |
|---|---|---|
| P·卡恩 | % | 60.5 |
| M·卡恩 | % | 14.3 |
| 蒙太古·约翰斯通 | 千股 | 91.5 |

杠杆覆盖水平（1995年年报）

| 无形资产 | | 包含 | 不包含 |
|---|---|---|---|
| 净杠杆 | % | −29.5 | −29.5 |
| 现金 | % | 30.0 | 30.0 |
| 总杠杆 | % | 0.47 | 0.47 |
| 5年以内 | % | 0.47 | 0.47 |
| 1年以内 | % | 0.47 | 0.47 |
| 速动比 | | % | 1.72 |
| 流动比 | | % | 1.72 |
| 利息覆盖倍数 | | 倍 | 无 |
| 股息覆盖倍数 | | 倍 | 2.03 |

利润及分红预测

| | | 1995年年报 | 1996年预测 | 1997年预测 |
|---|---|---|---|---|
| 常规每股市盈率 | 便士 | 12.2 | 17.5 | 22.4 |
| 变化 | 便士 | | +0.10 | +0.90 |
| 经纪人 | n | | 3 | 3 |
| 标准差 | 便士 | | 0.67 | 1.08 |
| 增长率 | % | 63.1 | 44.0 | 28.0 |
| 市盈率 | 倍 | 29.7 | 20.6 | 16.1 |
| 红利 | 便士 | 6.00 | 8.28 | 10.5 |
| 分红收益率 | % | 2.08 | 2.87 | 3.64 |

关键日期

| | |
|---|---|
| 下财年结束日 | 1996年3月31日 |
| 除息日 | 1993年11月29日 |
| 中期除息日 | 1994年7月4日 |
| 年度结束日 | 1994年12月12日 |
| 年报预披露日 | 1995年3月31日 |
| 年报披露日 | 1995年6月21日 |
| 分红日 | 1995年6月3日 |
| 股东大会 | 1995年6月27日 |
| 中报披露日 | 1995年11月6日 |
| 中期除息日 | 1995年12月4日 |

**图14-2 1995年12月，REFS中商业邮政集团的页面**

1995年每股14.1便士的现金流高于每股12.2便士的收益，非常健康。即使是过去5年的平均水平，现金流6.8便士也略高于收益6.3便士。1995年，每股3.5便士的资本支出也很好地被14.1便士的现金流覆盖。在前5年平均53.4%的增长后，每股收益增长放缓，但32.1%的预期增长率看上去很合理并且是可持续的。公司的已动用资本回报率指标表现出色，达到了47.3%，据董事长称，该集团的利润率最近再次上升至19%，从而让市销率处于3.52的高位。

商业邮政集团是英国第十大邮包特快专递机构，市场份额为4%。公司的发展非常迅速，前景也很乐观。因为欧洲最近增强了相互间的联系，因此

欧洲各国之间的邮递业务这也被视为该公司未来业务的重心。商业邮政集团的竞争优势在于它非常可靠，服务范围也非常广泛。该公司在1994年获得了BS5750认证，卓越的成长记录和不断增长的利润体现了其运行的效率。1995年12月，它拥有16个区域枢纽、1个位于伯明翰的国家枢纽以及45个地方特许站点。虽然竞争非常激烈，但新来的竞争者起步艰难。在我看来，这只股票释放出了强烈的买入信号。

拉特兰信托

很难说在迈克尔·兰登的管理下，它的情况已经发生了实质性变化，而且看上去有了很大改善。

13.6的预期市盈率与历史平均水平相当，但23.3%的增长率远远高于正常水平，这使得市盈增长比率为诱人的0.58。1994年，公司每股收益仅为2.3便士，远远低于每股现金流11.6便士。当时股价为每股40便士，这样计算下来，公司现金流价格仅为3.44。从董事会主席的临时声明来看，公司未来的前景很光明，特别是中期的股息也增长了10%。

问题是公司的杠杆率为236%，这主要是因为1995年，公司购买了泰晤士港。为了筹集资金，它卖掉了一个最赚钱的子公司。泰晤士港可以大幅度地扩建。作为一个港口，它有着很强的竞争优势。此外，泰晤士港还导致纳税减少6 000万英镑，这是个好消息，还有6 000万英镑的资本额度。在我看来，这项收购是非常明智的，我非常钦佩迈克尔·兰登和董事会做出彻底改变的勇气。有了大幅降低的税收以及异常强劲的现金流后，杠杆率很快就会恢复到正常水平。根据我的计算，在1996年年底之前，杠杆率将降至75%以下。因此，我信心满满地买入了拉特兰信托的股票，这次投资也是一个绝佳的案例，展示了最终选股阶段经常要做出妥协的情况。

除了拉特兰信托这个案例外，值得一提的是，尽管在早期分析中，独立保险由于当月和3个月的相对实力较差而被淘汰，我还是将其纳入了我的新年投资组合中。在12月，随着过去12个月的相对强度由负转正，我的投资标准迅速对我发出了买入该股的信号。

我和两个刚好是保险经纪人的亲戚仔细核对了独立保险的情况。他们两人对公司的评价都很高，其中一人已经在他自己的投资组合中加入了这只股票。独立保险的股价还在375便士的时候就被我放在了投资组合之中。到1996年6月，在经过了4月和5月的盘整后，股价已上升到461便士。

拉特兰信托和独立保险的例子说明了一个重要的投资原则。REFS是一个非常有价值的筛选标准，可以用来在每个月、每个指数下辨识出市盈增长比率最低的股票。此外，它还显示了与每股收益相关的现金流以及上一年和

上个月的相对强度。然而，公司的详细信息、年度报告、分析师档案、投资者年鉴中的评论、时事通讯和经纪人通告中的评论，都可以作为数学计算的补充。

最近的REFS表明，你只需选择表格中排名最高的那几只股票，而无须使用任何补充信息就可以击败市场。然而，我相信如果你在必要的时候学会妥协，你的收益会更好，你的信心也会逐渐增强。

还有一点很重要，你要随时监控自己是否偏离了严格的数学计算的轨道。因此，你要仔细记录任何偏离基本公式的情况，然后就可以把直觉与你的原定计划进行评估与比较。如果在一段时间内你的直觉没有带来回报，你就需要想办法补救了。

如你所见，到1996年5月底，4只股票组成的投资组合价格有了大幅上涨：

表**14-3 4**只股票组成的投资组合

| | 股价 1995年11月27日（便士） | 股价 1996年5月29日（便士） | 涨幅（%） |
|---|---|---|---|
| 英国婆罗洲石油 | 242* | 594.0 | 145.5 |
| 帕瑞提 | 175 | 280.0 | 60.0 |
| 商业邮政集团 | 361 | 439.0 | 21.6 |
| 拉特兰信托 | 40 | 52.5 | 31.2 |
| 平均涨幅 | | | 64.6 |

* 英国婆罗洲石油为了被收购，价格已经降低。在交易的最后一天，公司本可以119便士的价格出售，这将购买价格降低了47.6便士。

在这6个月内，富时全股指数仅上涨了5.84%，而更合适的比较基准——富时小盘股指数，则上涨了14.2%。当然，英国婆罗洲石油大多数时间内都是表现得最好的股票。但在任何投资组合中，通常只有一个明星，而投资本质上是一个与平均数为伍的业务。令人欣慰的是，投资组合中的每一只股票都大大超过了富时小盘股指数，平均收益约为该指数的4.5倍，是市场那可怜的5.84%收益的11倍。这里没有考虑交易成本，但这些微不足道的成本几乎不会影响整体结果。

在上面的分析中，我们只使用了富时小盘股指数。在1995年12月发行的

REFS中，还有一些非常诱人的股票在新兴公司指数里面。此外，还有一些没有在指数里面的公司。这些公司通常在年底才会被纳入指数中，而且通常是从新兴公司指数开始的。

值得一提的是，在非指数公司中，JJB体育的价格是520便士（到了1996年6月就达到了818便士），市盈增长比率达到了0.32。Photobition的股价在320便士（1996年6月的股价为370便士），其以0.39的市盈增长比率排在第二位。绿洲商店的股价为222便士（1996年6月，404便士），市盈增长比率为0.75。我把它们都放在了我的投资组合里。

在新兴公司指数中，我以495便士（1996年6月达到665便士）的价格持有阿斯兰集团的股票，市盈增长比率为0.65。普雷萨克控股以每股142便士（1996年6月至177便士）的价格持有，市盈增长比率为0.75，且公司的现金流极高。

福特公司在格拉纳达集团收购之后，价格为每股347便士，市盈增长比率为0.78，它仍排在富时100指数的头部位置。苏格兰银行、吉凯恩、阿斯达集团、国民西敏寺证券、能多洁和英国航空都有低于1.0的市盈增长比率。有趣的是，福特在10月份的榜单中也名列前茅，当时的价格只有每股248便士，而市盈增长比率只有0.52（那时候，可能订阅REFS的机构更少）。

富时中盘250指数中，市盈增长比率较低的股票一直表现得很好。IMI公司的股价为每股312便士（1996年6月为361便士），市盈增长比率为0.30。卢卡斯公司的股价为每股185便士（1996年6月因为收购传闻达到241便士），市盈增长比率为0.53。前15名中，我最喜欢的卡皮莱特公司的股价为394便士（1996年6月则达到613便士），市盈增长比率为0.69。捷达集团的控股股价为每股279便士（1996年6月升至444便士），市盈增长比率为0.72。BBA公司的股价为每股284便士（1996年6月至328便士），市盈增长比率为0.67。马修·克拉克公司每股价格为647便士（1996年6月达到每股801便士），市盈增长比率为0.66。

我在括号中标出了股票在1996年6月3日的收盘价，从而突出了6个月前，低市盈增长比率价格表中股票的吸引力。每个月发行的REFS中通常都会包含大量拥有有趣市盈增长比率的股票。指数中的股票市值越高，平均市盈增长比率就越高。在富时100指数中，只有8只股票的市盈增长比率低于1.0。在富时中盘250指数中，就有28只股票市盈增长比率低于1.0了。在富时小盘股指数中，已经有一整页，多达55家公司的市盈增长比率低于0.85。在新兴公司指数中，只有40家公司的市盈增长比率低于1.0。

非指数成分的公司表中，有18家市盈增长比率低于1.0的公司，事实证明

这是另一个非常有吸引力的、充满廉价股的猎场。新上市的股票往往需要几个月的时间才能在市场上找到它们合适的水平。

购买股票当然是非常重要的，但我在会议上最常被问到的问题是何时出售股票。答案很复杂，涉及资本利得税和其他的一般投资组合管理，所有这些都将在下一章中进行介绍。

## | 总结 |

1 我建议选择用来打败市场的成长股的标准如下：

第一类，强制性要求

1 市盈增长比率低于设定的目标值，比如0.75。

2 预期市盈率不超过20倍。首选市盈率在10～20倍，预期收益增速在15%～30%之间的股票。

3 上一个报告期以及最近5年的平均值，都能超过每股收益的强劲的每股现金流。

4 正现金余额或低于50%的负债率，特殊情况除外（如有大量的每股现金流或即将出售的主要资产）。

5 前12个月的相对强度较高。

6 有竞争优势，这通常可以通过高已动用资本回报率、高运营利润率体现出来。

7 董事会成员没有出售股份。

第二类，强烈建议参考的

1 加速的每股收益增长，尤其是由于商业模式自我复制的原因。

2 许多公司董事正在买入股票。

3 市值在3 000万～2.5亿英镑之间。

4 股息收益率高。

第三类，额外的加分项

1 低市销率。

2 有新变化。

3 低市研率。

4 合理的资产状况。

很少有股票能满足所有强制性要求和强烈建议参考的标准。有的股票几乎能满足所有标准，但只不满足其中一个标准。在这种情况下，有必要适当降低一些标准。

# 第15章

# 投资组合管理

在上一章中，我提到了我在《星期日金融邮报》中向读者推荐的新年投资组合。我试着把这些股票按吸引力排序，但我警告读者：“……这总是非常困难的，因为总有些股票可能会让我们感到惊讶。”以下是基于上周五（1995年最后一个交易日）的买入价格而选择的投资组合：

**表15-1 基于1995年最后一个交易日的新年投资组合的数据**

| | 买入价（便士） | 预期市盈率 | 每股收益增长率（%） | 市盈增长比率 | 现金流/收益比率 | 一年相对强度（%） | 一个月相对强度（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 商业邮政集团 | 378 | 17.1 | 30 | 0.58 | 1.2 | +85 | +1.9 |
| JJB体育 | 575 | 17.3 | 29 | 0.60 | 1.1 | +113 | +11.3 |
| 高富诺集团 | 250 | 17.2 | 37 | 0.46 | 1.9 | +51 | +1.2 |
| 帕瑞提 | 177 | 13.7 | 28 | 0.49 | 1.4 | +18 | –0.8 |
| 莫尔·奥菲拉尔 | 459 | 14.0 | 21 | 0.67 | 1.4 | +6 | +0.1 |
| 普雷萨克控股 | 148 | 12.8 | 17 | 0.74 | 2.3 | +30 | +2.0 |
| 派力肯 | 125 | 13.9 | 34 | 0.42 | 1.6 | +25 | +6.4 |
| 独立保险 | 375 | 7.0 | 10 | 0.67 | 无 | +19 | +8.5 |

而下图，是1996年6月30日，也就是6个月之后的最后一个交易日基于卖出价格汇总的图表：

**表15-2 基于1996年6月30日的投资组合的数据**

| | 买入价（便士） | 卖出价（便士） | 利润（便士） | 涨幅（%） |
|---|---|---|---|---|
| 商业邮政集团 | 378 | 438 | 60 | 15.9 |
| JJB体育 | 192* | 260 | 68 | 35.4 |
| 高富诺集团 | 250 | 262 | 12 | 4.8 |
| 帕瑞提 | 177 | 260 | 83 | 46.9 |
| 莫尔 ·奥菲拉尔 | 459 | 650 | 191 | 41.6 |
| 普雷萨克控股 | 148 | 193 | 45 | 30.4 |
| 派力肯 | 125 | 152 | 27 | 21.6 |
| 独立保险 | 375 | 461 | 86 | 22.9 |
| 平均收益 | | | | 27.4 |

* 1996年6月，买入价调整为每2股派发1股红利。

这里没有考虑分红，而且所显示的卖出价格是可以获得的最低价。例如，商业邮政集团的收盘价是438~445便士。6月28日，星期五，市场对股票的需求表现得比较温和。因此，你实际上可能会以439便士或440便士的价格卖出股票。经纪人的佣金和印花税总共将花费股票价格的1.5%左右。而这8只股票的价格，在我推荐的第二天平均上涨了3.5%。因此，扣除所有成本并考虑舆论的影响之后，最终利润率为22.4%。在这6个月中，富时精算全股指数仅上涨了3.0%，富时小盘股指数则上涨了12.4%。尽管按照通常的方式，富时精算全股指数使用了中间价，而且没有扣除交易成本。在这种情况下，富时全股指数能够更好地衡量，对整个市场进行筛选发现的这8只股票的表现。

从这个投资组合的表现来看，我们可以总结如下：

1. 股票很难按照个体的吸引力进行排序，也没必要这样做。投资本质上是一个与平均值打交道的行业，而且常常创造惊喜。

2. 将风险分散到许多股票上是很重要的。如果我所有的鸡蛋都放在我的最佳选择——商业邮政集团的篮子里，结果将比较令人失望。事实上，到4月时，商业邮政集团的股价几乎没有上涨，直到5月，其股价才开始迅猛上涨。

尽管你知道低市盈增长比率的股票很可能会发生状态的变化，但你永远不

知道股票什么时候会上涨。无论你对某只股票有多热衷，都不要与银行对赌。

3. 高富诺集团的例子说明了低市盈增长比率股票能提供的安全边际。1996年2月，公司公布的中期业绩令人失望，每股收益的增长率已从预期的47%放缓至25%左右。然而，在快速复苏之前，股价只下跌了一点，因为相对购买时支付的市盈率，25%的收益涨幅仍然非常可观，远远高于平均增长率。

4. 8只股票的平均预期每股收益年增长率为25.75%。因此，6个月来，每股收益的增长可能会占股价上涨的12.87%。其他结余来自市盈率的状态变化。这种双重推动效应是购买低市盈增长比率股票的最大支持。

5. 低市盈增长比率股票的另一个吸引人的地方在于：即使在大幅上涨之后，股票看起来仍然是很便宜的。比如JJB体育、商业邮政集团和帕瑞提，在1996年3月，5位独立保险公司的董事以超过460便士的价格买入了很多公司股票之后，市盈增长比率仍在0.8以下。

## 选择多少只股票？

在1934年写给朋友的一封信中，约翰·梅纳德·凯恩斯根据自己多年的成功投资经验得出了如下结论：

> 随着时间的推移，我越来越相信，正确的投资方法，是把相当大体量的资金投入那些人们认为自己了解的企业中，投入人们可以完全信任的管理者管理的企业中。通过分散投资，将资金投入一些知之甚少，没有理由对其抱有特殊信心的企业，以此来限制风险的做法是错误的。

沃伦·巴菲特还认为，专注少数股票也许会降低风险，前提是这么做会提高投资者思考某项业务时的强度，并增加他们在购买相关股票前所需的舒适度。对于巴菲特来说，为什么投资者选择把钱投到他们的第20个选择中，而不是对首选股票进行加仓，这是一个未解之谜。现在，他管理着巨额资金，并继续实践着他所宣扬的投资理念。

当然，对于凯恩斯和巴菲特这样的大师来说，建议将投资组合集中在少数几只股票上是非常好的。他们几乎随时随地都清楚地知道自己在做什么，并且能够在将相当大一部分资金投入某些股票之前，彻底分析这些股票，直到这些股票能使他们坚定信心。大多数投资者都知道，他们没有凯恩斯

和巴菲特的能力，因此，他们缺乏集中持股的信心。

我建议，对于资金量不超过5万英镑的个人投资者来说，正确的持股数量是10～12只股票。如果资金量不超过50万英镑，那么大约15只股票会更合适；对于100万英镑的资金量来说，20只或者更多的持股数量是更合适的。当然，这并不是说，如果投资组合由12只股票组成，那么每只股票的投资额就必须是总额度的8.5%。个股的权重应该维持在让投资者保持安心的水平上。一个表现突出、广受欢迎的股票，值得你动用12.5%～15%的资金进行投资。资金的大约8.5%可以投资少数股票，这里可能包含一些相对可忽略的公司。我经常发现，当我决定购买一只股票时，在它开始上涨之前我只用了一小部分仓位买入。当这种情况发生时，我通常会持有一段时间，希望股票能跌回来，让我有机会多买一些。然而，如果它们继续上涨，我通常会决定出售，因为我不喜欢我的投资组合被太多小额和不相关的股票弄得乱七八糟。

当然，上述所有想法都是以成本为基础分配投资组合的比例。实际上，这很快就变得无关紧要了。基于市场价值，真正成功的投资可以很快让个股占比达到整个投资组合的20%～25%，这也给我们带来了最困难的问题：什么时候应该卖出？

沃伦·巴菲特被认为是那种无视市场，喜欢永远持有股票的投资者。研究他的投资方法的投资者应该注意区分他公司的核心持股（准合伙）和一般的投资。当然，如果一家公司表现很好，而且它的股票正逐步走强，那么用收益进行再投资就是值得的。

投资中最古老也最好的公理就是：如遇收益及时加速，如遇亏损及时止损。这样利润可能很大，同时可以把亏损限制在很小的范围内。

在1987年，在伯克希尔·哈撒韦公司的报告中，沃伦·巴菲特阐述了他出售交易类资产的方法。他首先明确表示，他不是根据市场价格，而是根据公司的经营业绩来判断自己应持有的股份。正如本杰明·格雷厄姆所说，从短期来看，市场是一台投票机，但从长期来看，它是一台称重机。他的观点是，市场最终将认识到优秀的经营业绩（和增加的价值）。他并不过分担心时长。巴菲特对自己判断公司价值的能力充满信心，并相信最终市场会认可他的判断。他接着解释道，他对经营业绩的监控是为了确保“公司的内在价值在以令人满意的速度增长”。这意味着，如果公司没做到这一点，他会马上卖出，就像他卖出健力士公司的股票——他在英国的第一笔投资那样。

沃伦·巴菲特还提到了另外两个促使他卖出股票的因素：

1. 当市场判断一家公司的实际价值高于当前事实所表明的公司价值时。（唯一的例外是核心准合伙股票。）

2. 当基金需要投资于“仍处于被低估状态”的证券时。

巴菲特进一步表示，他不会简单地因为价格上涨或持有时间过长而卖出股票。他鄙视华尔街的那句格言“只要拿走收益，你就不会破产”，并且表示，如果资本的回报率令人满意，管理层既称职又诚实，市场没有高估企业的价值，那么他乐于无限期地保持自己的股东身份。如你所见，这些都是很严苛的限制条件。

巴菲特提出的另一个持有增长优异，且管理层有能力又诚实的股票的原因是，这种股票很难被挖掘出来，而且股票交易成本很高，有时还会因资本利得税而产生负债。当一个还没有被机构或个人养老金计划持有的股票已经在市场上有了很好的表现后，潜在的资本利得税负债可以是原来成本的许多倍。如果你继续持有这些股份，实际上相当于政府在向你提供一笔无息贷款。尽管这笔贷款最终还是要支付的，但该贷款仍有助于大幅增加投资的资本增值，因为它没有利息费用，而且你贷款的方式让你不必担心如何才能偿还它。

## 状况已经变了吗

我曾提出，你是否卖出股票应取决于公司的状况是否发生了变化。我指的是吸引你的那些关键因素的变化。例如，如果公司的利润不稳定，当一个主要的新竞争对手进入竞技场并开始打价格战，或者公司失去了某个主要的业务来源时，你就应该立即卖出股票。

在正常的市场条件下，由于卓越的成长股仍在继续运转，并能继续形成良好的同比业绩，即使市盈增长比率上升到让你稍微不舒服的水平，此时保持持有也是值得的。1.2的市盈增长比率（相对于1.5的市场平均水平）是我个人所能允许的最高水平，因为安全边际如果进一步缩小，会让我感到不安。我理解一些投资者，即使市盈增长比率上升到了市场平均水平，他们也还要继续持有他们最喜欢的股票。但此时，我仍然建议你卖出股票，和它挥手道别。你如果一直盯着它们，就会错过那些能以更优惠的价格买入其他股票的机会。你的资金可以在一个呈上升状态的股票上得到更好的利用。

## 相对强度

最难的问题就是，当一只股票在没有明显原因的情况下突然开始表现得非常糟糕。经历了大幅上涨之后，优秀的成长股经常遭受获利了结的情况。因此，它们的相对强度可能有几个月会表现得很差。如果这一趋势持续下去，而且过去的3个月它们的相对强度都很差，这就是一个令人担忧的因素了。

如果你的一只股票在几周内表现不佳，那么你应该向你的经纪人寻求解释。可能可以解释业绩不佳的原因。例如，出现一位关键的高管正在计划离开公司，即将发生的重大诉讼或新的竞争者进入市场的消息。这种消息的另一个来源就是媒体，最后你也可以选择给公司打电话，询问董事或公司秘书是否知道股票相对表现不佳的原因。

如果你能找到一个解释，那么关键的问题就在于基础数据（那些最初说服你购买股票的数据）是否发生了变化。你应该根据所有掌握的事实，包括当前经纪人的共同预测，重新审视股票，并问问自己今天是否仍会买入该股票。如果答案是肯定的，那么你应该咬紧牙关，坚持住。

有些人相信平均值，这意味着他们希望在短期疲软的情况下购买股票，以降低投资的平均成本。我建议你抵制这种诱惑。我喜欢买入更多正在上涨的股票——在我看来，巩固成功比重复失败更好。

## 止损

一些投资者会发现，他们无法忍受对股票可能下跌的担忧，尤其是在无法找到原因的情况下。许多评论者都建议采用止损的方法，如果这能让你感到更踏实，那么一定要用上它。例如，您可以将止损价设置为低于买入价格的20%，或者使用跟踪止损法，将止损价设置为低于股票曾达到的最高价的20%～25%。跟踪止损意味着如果股票在早期阶段表现很好，你就能保证自己至少锁定了一些利润。

我自己的偏好是保持不动，直到我找到股价下跌的原因。低市盈增长比率提供了一个较好的安全边际，以系统的方式购买股票与投机大不相同（例如生物技术和概念股），后者通常没有收益，也没有商业产品。对这类股票，跟踪止损是必要的。不过，我并不建议购买它们——为什么要放弃一个有效的公式而选择赌博呢？

## 个人持股计划

应尽可能多地使用个人持股计划。1996年，每个人的个人持股计划额度为

6 000英镑，单个公司的个人持股计划的额度为3 000英镑。

一些投资额相当大的个人投资者可能认为个人持股计划不值得浪费时间，因为他们认为其年度额度少得可怜。但是，他们没有考虑个人持股计划提供给投资者的免税收益产生的累积效应。这些年来，每年的免税额加上资本收益，可以累积成一个相当大的免税资金池——一个就在自家后院的避税天堂。

个人持股计划持有的股票构成了整体投资组合的一个部分，但由于它们是免税的，因此，实现利润的需要就不那么迫切了。当然，处理利润的一般原则仍然适用，但纳税义务就不再是你考虑的因素了。

在接近年底的时候，应该审查你的投资组合，并用足允许的年度免税资本收益额度（1996年为6 000英镑）。这显然是值得的，哪怕只要对你的股票做一些隔夜交易。

## 记录文件

我建议对每项投资都保存一份文档。它应包含最近的几份年度报告和中期报告、所有其他公告的复印件、媒体新闻和你设法获得的所有经纪人的通告。你也可以在文档中加入一个手写的备忘录，用几句话来概括你当初为什么要投资这家公司。为了帮你复盘当时的具体情况，你还可以在文件中添加一份当时REFS中的公司详情复印件。

除了公司档案外，最好将投资数据记录在你的备忘录中。在记录所购买的有股票价格时，还应记录交易当天富时全股指数的点位。指数将作为一个实用的标准来衡量个股和整体投资组合的表现。如果你能抽出时间，最好试着每周比较一次。如果做不到，那就每两周比较一次，或者至少每月比较一次。

## | 总结 |

1 大多数个人投资者的投资组合应该包含大约10～15只股票。对于规模较大的资金来说，这一数字可以上升到大约30只股票。

2 不要把钱全都押在一只股票上。基于成本计算，15%是合适的最大个股占比。

3 尽可能充分地利用个人持股计划，并确保你每年能够充分使用你的年度资本收益免税额（1996年为6 000英镑），哪怕只用隔夜交易。

4 如遇收益及时加速，如遇亏损及时止损。

5当情况发生变化时（例如公司的内在价值不再能以所要求的速度增长），当市场赋予公司太高的市盈增长比率时（比如市场平均值的80%），或者当你需要资金来买入更好、价值被低估的股票时，卖出当前公司股票。请记住，如有可观的隐含资本利得税负债，可以延迟卖出低市盈增长比率的股票，但延迟也要有限度。

6 将投资记录在分类备忘录中，并定期根据富时指数衡量业绩。你如果在3年或3年以上的时间内发现自己没有打败市场，就应该考虑通过单位信托等方式将你的投资组合委托给专业基金经理打理了。

# 第16章

# 牛市与熊市

投资者长期持有股票，并在买入时坚持安全边际（例如低市盈率），就不必太害怕变化莫测的市场。当熊市猖獗时，股价会被剧烈打击，但只要这些公司持续增长，并且它们的每股收益持续增加，最终市场会反映它们的进步。

首先，最重要的是只投资“耐心资金”，这些钱可以被锁定并且不会忽然被需要。第二，系统地买入有安全边际的公司股票并长期持有。沃伦·巴菲特建议投资者假装自己有一张打孔卡，上面有20个打孔位置，每当他们做一笔投资，就在卡上打一个孔。20笔交易之后，这张卡将被打满孔，然后这辈子就不用再投资了。巴菲特想传递的重点是，选股时要格外小心，这不是一次随便的活动，可以毫不费力地参加。

毫无疑问，有时候某人比其他人更看好某只股票。例如，估波指数通常是一个值得信赖的买入信号。它建议市场买入的那天，我会非常高兴地进行100%投资。其他时候，当估波指数平均运行14个月，并且空气中充斥着过多信心时，我更倾向保持流动性。但是，活跃的投资者常常会将他们75%的“耐心资金”投入市场。每个人的性格不同，在熊市环境下，一些投资者可能更倾向于减仓至50%。假如投资使你夜不能寐，那么显然应当减少投资至能让你安心的水平。如果把拥有高市盈增长比率的股票以及你非常确定的股票先卖出，那么这个过程也会更有效。结果是你剩余组合的平均市盈增长比率将会减少至一个较低并且更具吸引力的水平，而且你还拥有了更高的安全边际。

牛市总需要翻越忧虑之墙，意识到这一点很重要。正如乔·格兰维尔所说：“熊市从来不会进行预约，它不会在白天按响大门的门铃，而是像个小偷一样在夜晚到来。”因此可以说，投资者越感到忧虑，股票越有可能上涨。当然这背后的逻辑是，如果大多数投资者都十分担忧，他们可能已经卖出股票，专业人士也会做空。这样一来，一星半点的好消息都足以造成买入恐慌。

古斯塔夫·勒庞的经典著作《乌合之众：大众心理研究》以及查尔斯·麦基的佳作《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》两本书中都对群体心理学有过分析。群体心理学的驱动力是恐惧和贪婪。重要的是，狂热不属于过去，它总是在发展，并且成为当今市场的一个特征。20世纪80年代，人们

对日本股市的狂热，以及现在对科技股的狂热都是很好的例子。他们能够轻而易举地发展——某人在高尔夫俱乐部可能向另外一名会员提到他在科技股中投了多少钱；一位朋友在一次晚宴中提到科技信托的卓越表现；报纸上许多关于科技股的文章都热情洋溢；股票经纪人也推荐了一只新的科技股。投资者不再犹豫，也确实获得了良好的投资效果，于是很快他们就会寻找其他相似机会。他们这么做会让股票价格开始在一般的购买压力下上涨，而市场超预期的表现也使买家的买入欲望增加。狂热还会继续，直到出现失败和重大失望。然后一些人开始指出科技股就是“皇帝的新装”，当科技股开始下跌时，投资者感到不安，急于寻求出口。下行螺旋导致了恐慌，股价进一步下跌，直到达到廉价的水平。经过一段时间的巩固之后，他们才能准备好下一次的爆发。

## 熊市的信号

有一些信号可以帮助你识别市场是处在牛市还是熊市阶段。但公式并不总有效，熊市很狡猾，每次都以不同的模样出现。通常，每一次熊市跟之前相比都有细微差异。由于有这些差异，一些重要的提示可能有助于在熊市即将到来时提醒你。

1. 现金通常被认为是一类不良资产，因此，机构投资者及个人投资者的现金余额通常处于比较低的水平。美国基金经理将这种状态描述为“现金就是垃圾”。

2. 价值很难被发现。平均市盈增长比率为1.5或更高水平，并且只有少量股票相对于资产价值有大幅折扣。

3. 平均股息收益率处在历史较低水平。

4. 利率通常会上涨，当然，它们进一步下跌的可能性非常小。

5. 投资顾问的共同预期是偏牛市的，而且投资者的总体情绪是乐观的。

6. 新股发行很狂热，但大部分质量很差，每只新股的基本面跟投资者关系不大，投资者只关心他们能拿到多少股票以赚笔快钱，然后准备认购下一只股票。

7. 董事买卖比值会降至历史低点。

8. 股价对利好消息没有反馈，哪怕是那些盈利超预期的公司。这意味着市场疲软，几乎没有购买力。

9. 股市将成为酒会和晚宴上每个人讨论的话题，对股票和单位信托的热情，还体现在报纸、杂志上关于投资的板块越来越大（听说1996年7月的《读者文摘》封面故事宣称任何人都能在股市赚得盆满钵满，这实在令人担忧）。

10. 市场中75%以上的股票都比它们的长期平均股价高，当这个数字跌至75%以下时，通常是熊市的技术性信号。

11. 平均而言，距上一次估波指数的买入信号已经过去了4个月，在这段时间内的平均收益（基于过去10次的买入信号）应大约为30%，但其中有一次的收益仅有8%，所以不要太依赖平均预期。

12. 广义货币供应量通常会收缩。

13. 市场领导地位将发生重大变化，周期性股票通常在牛市高点表现良好。

以上这些都可以进行反向操作，以决定是否该在熊市底部买入。例如，通常认为现金毫无疑问是最好的资产。现金不再是垃圾，现金为王。

## 牛市与熊市的特点

1. 牛市比熊市持续的时间长得多，但大量资金会短时间内就在残酷的熊市中蒸发。例如，1973年5月，75%的市值从英国市场蒸发。

2. 在牛市中进行重大调整和经历一次小熊市没有区别。技术派会认为，1987年的危机之后，股市不仅恢复并且超越了之前的高点，这暗示着牛市依然在延续，1987年只是一次重大调整。

3. 20世纪80年代，全球市场似乎步调一致。1987年经济危机后，华尔街午后的暴跌对东京市场连夜产生连锁反应，从而削弱了伦敦市场第二天早上的开盘价。但之后不到5年的时间，日本股价下跌一半以上，而华尔街和伦敦股价都达到了历史新高。

4. 牛市和熊市都有几个不同阶段。股价在熊市初期通常会有一个急速的下跌，而当时的经济环境还是乐观的。接着，经济环境恶化，但市场处于超卖状态。然后会有一波反弹，其力量足以说服大多数投资者相信市场已经见底。之后经济新闻变得很糟，投资者也陷入恐慌，他们会以任何价格抛售其股票。市场急剧下跌，而这种下跌已经成为恶性循环。当投资者放弃了对未来的所有希望时，熊市的最后一个阶段才算结束，并且做好成为下一个牛市跳板的准备。第一个积极的信号是股价不会因为利空消息而再下

跌了。

任何关于熊市的论述都会让人感到沮丧和恐惧。然而，让投资者定期受到惊吓也很重要，如果能强迫他们对自己的投资组合进行再平衡，移出任何可疑或者投机的股票，这将提高他们资产的流动性和投资组合的质量，使他们安然渡过难关。当前景变得光明时，他们精心挑选的剩余股票将是一片狼藉的市场中上涨最快的。

## | 总结 |

1 仅投资不被用来应急的“耐心资金”。

2系统地买入有安全边际的股票并长期持有。如第2章解释过的，选择比时机重要得多。

3 有些信号或许能帮助你探测到市场何时转向下行趋势，这些在第183~184页有详细解释。

4 如果市场前景真的显得很糟糕，并且你投资的“耐心资金”的比例导致你忧心忡忡，那么减少投资到你觉得安心的程度为止。但是，出错很容易，因为牛市总是需要翻越“忧虑之墙”。所以用于长期投资的“耐心资金”的比例不应低于50%。

卖出股票时，选择那些有最高市盈增长比率的，还有最不符合你的投资标准的。这样你将改善你的投资组合的流动性，并且降低平均市盈增长比率，从而提升你的安全边际。

5 估波指数是预测即将到来的牛市最值得信赖的指标之一。

# 第17章
# 科技股

任何关于成长股的书，如果没有提及科技股，它都是不完整的。美国人把高科技行业称为“战胜市场的市场”，这反映了科技股在整体上超越市场的惊人表现。自1990年以来，许多股票的价格已经上涨了10多倍，而且似乎还有继续上涨的空间。

所以，你就能很容易地知道，为什么美国投资者如此热衷科技股，以及为什么英国对科技股的兴趣也越来越大。英国也有一些一飞冲天的公司，但这些明星股票的公司往往还是比它们的美国同行规模小得多，流动性也更差。然而，科技行业是未来的一个重要行业，任何成长型投资者都不能忽视它们。

## 互联网

1996年年初，“互联网”仍然是科技股投资者最感兴趣的关键词。任何与互联网有联系的公司，无论联系有多勉强，都几乎肯定会在股票市场上享有评级的溢价。

网络的设计遵循简单的原则——没有中央控制点或权威点，否则核攻击一定会消灭中央控制点。网络无法预先预测交互的路径，否则攻击就能很轻易摧毁整个网络。因此，网络中的所有节点的地位都相同，每个节点都有自己发起、传递和接收消息的权限。

消息本身被分为1和0的电子编码包，每个包将被单独寻址，在网络中漫游，从一个节点到另一个节点，直到找到它的目的地。

互联网基本的设计原则至今仍然盛行，这也正是它能够如此轻松地传播和复制的原因。如果信息符合国际公认的TCP/IP（传输控制协议/互联网协议）协议，那么信息就可以通过。这是一个技术标准而不是社会或政治标准，这也是极权主义政权憎恨互联网的原因之一。

任何符合要求的标准网络都能成为互联网的一部分。在1989年之前，商业服务都没有连接到互联网。但现在，商业服务已经开始主宰互联网。而这造成了系统的使用范围正在像野火一样蔓延、扩张。目前，互联网用户数

约为3 500万人（注：截至1996年）。

因为互联网本质上是无政府的，所以使用起来并不简单。像尤尼帕姆这样的商业公司就是为了方便与互联网建立联系应运而生的。其他公司，如美国的网景，已经开发出一种浏览器，人们可以更容易地在互联网上进行浏览，找到你想要的信息，提取信息，其将以对用户友好的形式呈现。

互联网可以使地理上非常分散的地点之间互相进行数据交换。这可能是通过计算机数据或电子邮件进行的。许多商业订阅和公共数据库也可以远程访问。新闻和信息可以通过数千个电子公告板和讨论小组进行交流，这些讨论小组涵盖了任意主题。

互联网可以被连接到电话网络的所有家庭访问，只需要一台个人电脑、一个调制解调器和一个本地服务商提供的每月小额订阅服务。在那之后，你所要支付的就是本地电话的费用，而不用管与你连接的人在世界上的任何地方，或者要花多长时间。

如你所见，互联网用户目前只需支付本地话费就可以获得他们需要的信息。信息供应商希望那些在互联网上冲浪的“冲浪者”会上瘾，这样，当推出一个基于时间收费的系统时，客户会非常乐意为他们所需要的信息支付金钱。但在我看来，这是一个相当模糊的概念，而正是基于这个概念，一些科技公司受到大量的资金追捧。现在的狂热景象，也许会把价值投资之父——本杰明·格雷厄姆从坟墓中气醒。

尽管存在泡沫，但你很难不被大众对科技股的普遍热情吸引。1996年7月初，高德纳集团的首席IT（信息技术）行业分析师估计，仅欧洲一个国家因千禧年的到来，而需要对计算机进行必要修改的总成本就将达到1 200亿美元。（许多计算机目前只能存储和处理公元纪年的最后两位数字，因此，除非进行一些更改，否则它们将不知道记录的数字指的是哪个世纪。）

在高德纳集团的预测发布几天后，IBM警告称，如果欧洲货币联盟按计划于1999年启动，计算机行业将陷入混乱。根据IBM预测，我们严重缺乏必要的技术来处理这种问题，特别是，现在的日期已经很接近2000年。

随着互联网的重要性日益凸显，再加上技术的不断进步，可以确保计算机服务公司在未来三四年内会经历一个惊人的繁荣时期。在这一工业背景之下，找到一家专业提供计算机服务的公司就再好不过了，这样的公司需要提供专业的计算机服务人员、开展计算机培训和为计算机问题（如病毒）提供解决方案，以及帮助企业转换系统。硬件和软件供应商也应该能从绝佳的交易条件中获益，但对他们而言，更重要的是在正确的时间推出合适

的产品。

## 五种主要类型

你可能已经知道我是一个热衷投资那些吸引我的科技股的投资者。但是，我只喜欢吃属于自己的那一份蛋糕，所以我只投资那些符合我财务标准的股票。

在我看来，科技股有几种不同的类型，需要采用不同的方法来评估每类股票的投资价值：

**1.** 已经站稳脚跟的龙头股

美国电子行业的领头羊中，最好的例子就是微软和惠普了。在英国，移动电话运营商沃达丰的市值超过80亿英镑。Orange（一家法国电信运营商）以及Cellnet（一家主营通讯和互联网业务的服务商）公司的股东——士瑞克公司，市值也超过了10亿英镑。它们应该是最接近高科技公司定义的公司了。它们都握有龙头股票，可以轻而易举地交易大量股份。

在科技领域，英国最明显的优势在制药行业。英国拥有以葛兰素威康、捷利康和史克必成为主的制药公司。在相关的医疗健康领域，有安玛西亚国际公司。在支持服务领域，万盛集团是英国最大的计算机服务公司之一，尽管在1996年年初，它的市值仅有4.3亿英镑。

**2.** 有望成为龙头的公司

近年来，像佩森这样的电子和电气设备公司取得了长足的进步。1996年年初，佩森的市值超过了2亿英镑。像泰力斯派和飞创康姆泰科这样的新兴公司的市值也在不断攀升。在支持服务领域，赛捷集团排名第9，市值为3.6亿英镑，而微焦则降至1亿英镑以下。

**3.** 拥有产品、能够赚取利润，但还没有证明自己能否保持这种速度，并成为像佩森或赛捷集团一样的公司

许多中小型公司的市值在4 000万～5 000万英镑之间。它们都在盈利，拥有中等到良好的历史记录，并有望成为大型公司。

**4.** 目前还没有盈利，但正在从事激动人心的研究工作，或有一个具有爆炸性增长概念的公司

很多生物科技公司，比如英国生物科技公司、生物相容国际公司和ML实验室都有令人兴奋的研究项目。其他公司，如交通大师和PhoneLink（一家通信技术公司）都有良好的概念。这类公司通常会带着一个富有潜在回报的研究项目或概念进入市场，筹集大量资金来进行进一步的研究和开发，并将概念商业化。我们几乎无法对这种股票做出正确的估值。它们经常拥有巨大的市值，并预示着下一个商业浪潮的到来。

**5.** 堕落天使

这代表科技领域成功的成长型公司出现了“小故障”——这是一个人们意料之外的事件，导致公司发生重大的利润下滑及股价下跌，并随之带来了买入的机会。

## 不同的估值方法

对不同类型的公司，所采用的估值方法也大不相同：

**1.** 龙头公司

龙头公司和其他成长型公司非常相似，很容易估值。你要考虑的关键因素是市盈率、增长率、市盈增长比率、现金流、现金状况、关于整个行业的长期前景以及公司在其中的竞争优势。

**2.** 未来之星

一个有望成为龙头的公司需要你更多地关注其在成长过程中可能出现的磕磕绊绊，因此对其投资可能要面临更大的风险。你应该更加重视公司在行业中的地位、商业计划和资产流动性。此外，应避免市盈率过高的公司。当公司成为领头羊时，其市盈率往往会下降到更正常的水平。如果你开始投资的公司的市盈率高达30倍，而股票的最终市盈率可能仅为15倍，那么此时管理层需要将每股收益翻倍才能使股票价格维持在某一水平。

因此，从本质上讲，低市盈增长比率的股票以及与平均水平相差不多的市盈率，才是候选股票的理想状态。你可能认为这样的股票很难找到，但泰力斯派和飞创康姆泰科在早年都有吸引人的市盈增长比率。佩森和赛捷集团已经展现了一段时间的吸引力，而1996年年初的阿斯兰集团的市盈增长比率只有0.36，这非常诱人。

**3.** 小公司

投资一家非常小的科技公司时应该更加谨慎。你在投资时一切似乎都很好，但你可能会发现股票索要的市盈率太高了。必须时刻记住，公司可能存在一些隐藏的问题，比如无法预料关键产品的过时或竞争突然加剧。对于一家非常小的公司来说，发生这些事件中的任何一件都足以让人将其列入危险名单。因此请寻找低市盈增长比率的公司，避免出现非常高的市盈率。记住，这类公司的资产流动性及其现金流尤为重要。

**4.** 研究和概念型公司

不盈利的公司最难估值。这些公司提供的都是对未来的期望，而投资者往往因为容易抱有希望而对公司的话言听计从。但令人遗憾的是，那些让投资者失望的公司的名单很长。尽管如此，当牛市再次来临时，投资者又会很快忘记过去的失望，着迷于踏上下一条通往财富的道路。

很少有概念型公司能成功地成长为大公司。它们中的大多数都会半途而废，有些能取得一般水平的成功，其他公司则逐渐淡出人们的视野。然而，新推出的技术仍然吸引着投资者，他们一直希望能有机会买入下一个“微软”的股票。

在给你一些购买概念股的指南之前，我想通过一个故事给大家提个醒。故事里的这家公司是在亏损的时候进入市场的，它有一个雄心勃勃的研究计划，并对未来抱有很大希望。

普罗透斯国际

普罗透斯国际于1990年5月上市，发行价为每股84便士。此后，普罗透斯国际进行了一系列的增发，用于进一步开展研究工作，但公司仍然持续亏损。1992—1994年初，市场高度重视这家公司，并且公司大部分时间的股价都超过400便士。1994年年初，当《伦敦晚间标准》要求我指定一只股票作为空头押注卖出时，我提名了这家公司。这是一个不错的选择——到1996年年初，公司股票价格已经下跌到了每股50便士。

如REFS所述，普罗透斯国际的商业活动本应是科技股投资者梦寐以求的，但该公司似乎很难盈利，其研究支出以惊人的速度消耗了连续发行的股票收益。美国人通常把这种股票称为“烧钱率”——在他们需要进行另一次配股前划掉现有现金所需的年数。

我在为《独立报》撰稿时参加了一个关于医疗保健股的研讨会，那时普罗透斯国际的股价约为400便士，这是我1993年4月在一篇文章中

的点评：“我一点也不为普罗透斯国际的表现所动。股票的市值已经超过1亿英镑，公司的首席执行官还在像一个不懂商业的火星人一样谈论计算机辅助分子模型和合理的药物设计。公司在可预见的未来没有盈利，投资者能期待的仅仅是一系列关于高新技术合资企业的公告，以及一系列配股的公告。这家公司不适合我。”

1996年5月，公司做了价格为45便士的救援发行，之后公司的基础可能会更稳固一些。

投资研究和概念型公司的指南

如果您打算购买研究和概念类股票，以下是一些我建议的投资原则：

A.避免买入市值过大的概念股。即使它们成功了，最终也可能是公司做出了很多努力，但股价也仅仅能勉强维持现状。

B.避免投资那些无法进行销售的概念股，而且公司距离盈利似乎还有几年的时间。记住，这种公司可能永远不会产生利润，即使产生了利润，也已经过去了太久。

C.避免买入不断违背承诺的概念股。推迟产品投入生产和商业化应用这一点，对市场来说是一种诅咒。

D.确保概念股未来几年有充足的资金，这样下一次发行和之后的增发不会过度压低股价。

E.把投资概念股当作一种赌注。投资概念类公司，投的都是长期结果，所以要寻找好的赔率，并不止在一个公司上下注。如果公司市值相对较小，且股价尚未将未来的商业蓝图包含其中，那么每次下注的胜率就会提高。如果公司能够盈利，并且有足够的现金维持下去，而不需要再发行一次配股，那么赌注的胜率也会提高。

**5.** 堕落天使

如果你喜欢投资“堕落天使”类的股票，你就应该读一读《超级强势股》，这是一本由美国投资大师肯尼思·费雪撰写的经典图书。

从本质上讲，费雪的理念是，科技板块中，成功的成长型公司往往会有“小故障”发生，这可能与旧产品逐步遭到淘汰，以及新产品或改进产品准备取代它们之间的空窗期有关。其他可能的原因是初期的新产品问题或公司不幸被收购。

成长型公司经常被高估，但在一次小故障之后，市场总会在另外的方向上做出反应，压迫公司的股价，使其下跌到以前从未有过的水平。同时，遇到这些困难的公司通常会开始一段时间的内部重新评估或重组，从而减少日常开支、开发新产品、简化市场营销。

管理层也认为：他们如果打算在公司的盈利方面有所突破，就要彻底消灭所有可疑资产，并为每一个意外事件提前做好准备。如果公司随后能成功复苏，它就会比以前强大得多。

当一个企业遇到问题时，运用传统的评估方法，诸如收益率和市盈率等，可能都是无用的。当一家公司亏损时，它可能陷入股市的黑洞中。那些知道在一家公司陷入困境时如何对其进行估值的投资者，与那些只能靠猜测碰运气的人相比有着相当大的投资优势。

在进行投资之前，最好等到出现两个盈利预告再做行动。第一个是不可靠的，因为管理层对复苏前景仍然过于乐观。而公司通常会在第二个盈利预告下，对每一种可能出现的意外情况做出预测。而在普便的悲观情绪中，这些股票常常能迎来好的买点。更为保守的人会等待第三次盈利预告出现时再行动。

## 市销率

费雪的第一个衡量标准是市销率：用公司的总市值除以过去12个月的总销售额。费雪建议避免买入市销率超过1.5的股票，并积极寻找市销率低于0.75的公司。他在书中清楚地表明，高市销率是危险的，而低市销率的公司则可能非常具有吸引力。有关市销率的更多详细信息，请参阅第12章。

## 市研率

费雪提出的第二个衡量指标是市研率，即公司的市值除以过去12个月的研发支出。他建议购买市研率为5～10的公司，避免买入市研率超过15的公司。

费雪认为，市销率是一个更重要的标尺，但他也会使用市研率作为一个额外的交叉检查工具，以确定股票是否值得买入。例如，如果一家科技公司的销售成本稍高，但公司的市研率非常好，那么公司整体仍然具有吸引力。相反，如果一家公司的市销率很好，但公司在研发上花费不够，那么这应该引起投资者注意。

这里要提醒读者的是，公司对研发支出的分配方式可能是随机的，不同公

司在报表上可能以不同的方式体现相同数额的支出。还有一些公司将全部或部分研发成本资本化。

## 研发支出

会计准则委员会在《标准会计实务公告》中给出了指导意见：“对于特定的项目，开发成本可以推迟到未来阶段，只要其研发结果可以得到合理评价，且技术可行性和商业可行性能够合理地确定。否则，所有的研发成本都应该在发生时予以核销。”你可以很容易地看到，“合理地确定”这类词为不同的解读方式留下了大量的空间。

保罗·泰勒1995年7月在《金融时报》上发表的一篇优秀的文章引起了理查德·霍尔韦先生的关注，其在系统内部通讯中发布了一些评论。霍尔韦先生指出，锡达达塔公司刚刚公布了357万英镑的税前利润，而生产类似软件的QSP公司则公布了251万英镑的税前利润。但是，和业内大多数公司一样，锡达达塔在研发过程中核销了研发成本，而QSP则将大部分研发成本资本化，并在后期进行摊销。多年来，如果QSP采用与锡达达塔相同的会计程序，它实际上已经开始亏损了。QSP认为的会计政策是合理的，因为它涉及长期和大规模的产品开发过程。它的方法是完全合法的，但你可以很容易地看到，在比较以不同方式处理研发费用的类似公司时，投资者必须仔细地做出调整。

研发成本资本化的另一个复杂因素是它对资产负债表的影响。就QSP而言，1995年年中，无形资产占净资产的90%。然而，不用对此过分担忧，因为大多数软件公司的净资产相对于其股价都非常低，而且这种性质的知识产权的实际价值也很难评估。

1996年1月下旬，潮水开始退去。当时，QSP对截至1995年12月31日的财年发出了盈利警告。股价随即从608便士跌至490便士，到1996年7月初，股价已经仅剩230便士了。

《金融时报》的文章中提到的其他研发成本资本化的公司还包括电脑化金融解决方案公司、MAID公司、JBA控股、微焦和尤尼帕姆。JBA只对一种产品的研发支出进行了资本化，其他1 370万英镑则以正常方式被核销。微焦将970万英镑的研发成本资本化，摊销了710万英镑，因此轧差后对利润的贡献为260万英镑。相比之下，MAID公司将230万英镑的研发支出资本化，只核销了13.3万英镑，因此造成超过210万英镑的差额，并将截至1994年12月31日的年度实际亏损——116万英镑转化为超过100万英镑的盈利。在下一个财年，MAID公司亏损了440万英镑。

研发成本资本化的另一个不利影响是，它提高了当年的每股现金流。此时，研发支出不仅不会减少现金流，还会被增加到资本支出中。为了能更好地分析这类科技股，我建议把资本支出从现金流中扣除，从而得到简化版本的沃伦·巴菲特提出的名言——每股"所有者收益"。例如，在JBA的案例中，其1994年每股-11.4便士的现金流因每股21.2便士的资本支出而增加至-32.6便士。就MAID公司而言，1994年2.01便士的正现金流被4.49便士的资本支出抵消，因此，所有者每股收益为-2.48便士。

对于科技股的所有投资者来说，最明显的信息来源就是仔细阅读公司年报，确定公司研发成本是否被资本化，以及如果发生了资本化现象的话，程度有多深。为了保持一致，最好调整公司数据，以显示完全核销研发成本后的利润或亏损额。只有这样，才能在同一行业的类似公司之间进行有效的比较。需要补充的是，在某些情况下，资本化支出也可能基于一些很好的理由。我确信，我提到的所有公司的董事都认为资本化是正确和恰当的。但是，作为投资者，我们必须采取一致和安全的投资方法。我们需要将公司的利润或亏损调整到相同的基础上，并核销所有研发成本。这无疑提供了比较的基础，在这种更保守的假设下进行投资无疑更为安全。因为目标仅仅是以低价判别股票，费雪购买科技股的方法在安全性方面也犯了很大的错误。

## 利润率

费雪的方法最适合那些在正常情况下与竞争对手相比有明显优势的公司。继市销率和市研率之后，费雪的第三项措施是对利润率进行详尽的研究。利润率是将销售转化为利润的基本要素。如果一家公司从小的困难中恢复过来，这些收益就构成了重新计算市盈率的基础。随着公司逐步走出阴霾，股票价格就会开始上涨，而且通常会大幅上涨。

在美国，对利润率的分析是一门精深的科学，因为公司管理者倾向于更自由地与投资分析师交谈。费雪提出了许多关于利润分析最佳方法的建议，但必须记住，他的书主要研究的是美国市场的超级股票。尽管在英国，他的利润率分析法很难奏效，但他的建议还是值得我们仔细研究的。费雪提出的要点如下：

1. 费雪寻找的公司可能具有不公平的优势，这些优势可能来自销售渠道、规模、商业机密、正面的形象、低成本的基础或明显领先于时代的技术。从本质上讲，费雪认为公司应具有竞争优势。快速检查公司是否具备竞争优势的最佳方法之一，是将被审查公司的利润与该行业内所有其他类似公司的利润以及行业平均水平进行比较。

2. 为了确定利润率，费雪建议请管理层对公司本年度及之后几年利润率进行预测。在美国，管理者们通常会坦诚地告诉你。然后，费雪建议询问他们准备如何实现他们的目标——通过更有效的产品规划、更低的成本控制或其他方式。答案的质量有时会给管理层预测的可信度提供很多线索。

3. 费雪建议，要警惕那些准备通过对旧有模式进行些许改进而提高利润率的说法。他建议，投资者应仔细关注首席执行官的业绩记录，尤其是与前几家公司的利润率以及利润有关的记录。

4. 费雪非常重视市场份额。他认为市场份额越多越好。

5. 最后，费雪警告，纯粹根据国内情况来判断利润率是十分危险的——你必须要考虑国际竞争或威胁。

## 使用费雪方法的案例

我喜欢费雪方法的原因是，他使用的关键指标（市销率、市研率和利润率）在公司出现困难和陷入黑洞时期给了投资者信心。显然，费雪的方法也可能会失败，但当这种方法奏效时，它往往会成为彼得·林奇亲切地称呼为“十倍股”的股票。你可能受到的一些损失会被偶尔得到的巨大收益所抵消。

我请康纳·麦克凯西给我举一个例子，来说明技术投资公司是如何使用费雪的方法取得成功的。康纳提到了几年前因在德国收购失败而遭受股价下跌的科威尔系统公司。公司出现亏损，股票从1992年的318便士跌至1993年的49便士。此时的市研率只有2，非常有吸引力。之后不久，这家德国子公司就被出售了。到1993年年底，科威尔系统公司的股价已升至265便士。

康纳发现，技术投资公司最大的成功是通过购买市研率在5.0以下、市销率在0.5以下的股票。每个月发行的REFS中的表格都详细显示了每个指数中拥有最低市研率的公司，同时也提供各公司的现金流、市销率以及利润和销售趋势的详细信息。

## | 总结 |

**1.** 科技股主要有五种类型：

a.龙头公司；

b.未来之星；

c.有独到产品和利润的小公司；

d.研究和概念股，还没有产生利润，而且往往没有任何成熟产品的公司；

e.堕落天使。

**2.** 评价五种不同类型的科技股需要使用不同的方法：

a.龙头公司

我们需要使用传统的评价方法——竞争优势、多元化、增长率、现金头寸和长期前景是至关重要的评价指标。

b.未来之星

与龙头公司的分析方法相同，但应更多地关注公司在行业中的地位、应对计划和流动性。避免过高的市盈率。

c.小公司

通常的投资指标就适用，但需要更加谨慎。寻找低市盈增长比率的公司，避免高市盈率的股票，并需要更加强调现金流和资产流动性。

d.概念股

我提供的投资指南如下：

i. 避开大市值股票；

ii. 避开那些现在没有销售额的公司，以及那些离盈利还有几年的公司；

iii. 避开那些管理层不断违背他们之前承诺的公司；

iv. 确保公司资金充足；

v. 把投资概念股看作一系列的赌博。在每次下注时，你都应该按照上面的指南来提高胜率。

e.堕落天使

等待那些出现小困难的公司，并寻找那些看起来有很好的恢复机会，市销率低于0.75，市研率在5~10之间的公司。通常来说，等至少两个盈利预告发布之后再做行动是必要的。营业利润率也非常重要。费雪对利润率有如下看法：

i. 选择有竞争优势的公司；

ii. 与管理层讨论其利润目标；

iii. 对那些夸夸其谈，仅靠老旧业务就能提高利润率的说法保持怀疑的态度；

iv. 检查首席执行官以前的公司的利润率记录；

v. 偏爱有强劲市场份额的公司；

vi. 警惕国际竞争的威胁，以及纯粹以国内形势来判断公司利润率的危险。

**3.**小心检查科技公司是如何对待他们的研发支出的。当心那些利用会计规则的公司。如果公司确实将研发成本资本化，我建议投资者修订相关数据，以显示每年核销支出后的结果。

**4.** 如果支出没有压力的话，建议科技股的投资人每月都读一读**Techinvest**（一个提供有关英国科技股相关信息的订阅服务）。

# 第18章

# 周期股

本书主要围绕成长股进行讨论，但我还是准备用一章专门讨论周期股，因为从某种程度上说，所有公司都或多或少属于周期股。“周期股”一词通常指那些对于经济整体涨跌特别敏感的公司。

对经济影响最大的因素之一就是利率水平及其变动趋势。在利率下降的环境中，周期股受益最大，因为这通常是经济得到刺激的信号。相反，在那些利率上涨的日子里，周期股的表现就很差了。

在经济繁荣的时候，所有公司表现得都很好，而在经济恶化的时候，所有公司的日子都不好过。但是，即使是在最恶劣的交易环境下，伟大的成长型公司仍能一年又一年地增加自己的收益。也许增长率会低于长期的平均水平，但成长仍然是它持续保有的特征。周期股，比如钢材制造、造纸、汽车制造、房屋建筑以及化学公司的股票，对利率的变化反应会更为剧烈。通常，在非常萧条的环境中，它们会经历巨额的亏损，在经济好转之前，它们看起来都很难存活下去。但当它们开始恢复的时候，从亏损到盈利的钟摆摆动的速度也会远高于预期。

我自己更喜欢成长股，乐于把它们当作我的家常菜，但毫无疑问的是，有些年份，周期股的表现会远好于成长股。幸运的是，对我来说，这种情况发生的频率不高。但当周期股苏醒的时候，成长股投资者确实很难再维持他们卓越的业绩。

找到投资周期股的最佳时机非常关键。一家叫里昂信贷银行的经纪人公司在1994年年末的时候做了一个非常有意思的统计，标记了周期股表现超过非周期股的情况。下表就摘自他们那篇优秀的研究文章：

表**18-1** 周期股表现超过非周期股的情况

| 年份 | 相对行业的业绩表现 | | 利率变化趋势 | 英镑有效利率趋势 | 排除石油的国内生产总值增幅，第四季度同比（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| | 非周期股（%） | 周期股（%） | | | |
| 1980 | +10.4 | –11.2 | 下降 | 上升 | –7.3 |
| 1981 | +9.3 | –11.5 | 上升 | 下降 | +1.7 |
| 1982 | +7.0 | –1.0 | 下降 | 下降 | +2.2 |
| 1983 | –5.4 | +12.8 | 下降 | 上升 | +4.5 |
| 1984 | +6.1 | –7.1 | 上升 | 下降 | +1.8 |
| 1985 | –4.1 | –2.5 | 下降 | 上升 | +3.4 |

| 年份 | 相对行业的业绩表现 | | 利率变化趋势 | 英镑有效利率趋势 | 排除石油的国内生产总值增幅，第四季度同比（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| | 非周期股（%） | 周期股（%） | | | |
| 1986 | +2.0 | +1.4 | 下降 | 下降 | +4.1 |
| 1987 | –4.1 | +0.2 | 下降 | 上升 | +5.3 |
| 1988 | +1.7 | –7.1 | 上升 | 上升 | +3.5 |
| 1989 | +11.2 | –16.2 | 上升 | 下降 | +1.8 |
| 1990 | +2.2 | –11.6 | 下降 | 上升 | –0.5 |
| 1991 | +8.7 | –14.8 | 下降 | 下降 | –1.9 |
| 1992 | +1.5 | –9.1 | 下降 | 下降 | 0.2 |
| 1993 | –13.1 | +26.2 | 下降 | 上升 | 2.3 |
| 1994 | –1.6 | –1.1 | 上升 | 下降 | 3.0 |

如你所见，周期股最好的年份是1983年（＋12.8%，非周期股为-5.4%）、1985年（-2.5%，非周期股为-4.1%）、1987年（＋0.2%，非周期股为-4.1%）和1993年（＋26.2%，非周期股为-13.1%）。另外11年里，周期股的表现都不如非周期股。这意味着，要想成功投资周期股，找到绝对正确的时机是至关重要的。

里昂信贷银行的统计显示，下降的利率水平是成就周期股那4年成功的关

键因素。换个角度看，在利率上升的时候，没有哪一年的周期股表现良好。

在周期股表现好的那4年里，有3年都是在利率下降的最后一年。

在那4年中，英镑也在上涨。当然，很容易判断英镑何时升值，利率何时下跌。但判断利率是否已经到了下降的最后一年则很难。要想确定这一点，最好的方法可能就是检查排除石油之后的国内生产总值增幅是否处在相对较高的水平。很明显，1983年4.5%的增幅和1987年5.3%的增幅闪过了一个警示信号，即利率下降已经结束，加息迫在眉睫。

在1983年、1987年和1993年这三个最好的年份里，利率在前一年已经下降。而1987年和1993年，利率已经连续下降了好几年。因此，利率下降的第一年似乎对周期股不太有利。1985年是一个例外，但考虑到超额收益实际上微不足道，我们可以将其忽略不计。

在寻找适合投资周期股的时间点时，我们需要考虑的一般因素如下：

1. 利率下降的第二年或随后的年份，周期股似乎比降息的第一年在市场上的表现好得多；

2. 英镑在升值；

3. 降息的最后一年是最佳的时间点。如果排除石油之后的国内生产总值增幅上升到4%或更高，这就是一个明显的信号，表明未来一年利率可能会升高。

## 关于购买周期股的更多提示

在选择周期股之前，最好先找到一个即将触底反弹的行业。第二步才是挑选一家或多家看起来特别有吸引力的公司。行业内最大的公司可能是最安全的，那些较小的公司通常会提供最大比例的收益，但小公司也更可能走向破产。

彼得·林奇曾说过，当你考虑是否购买一家公司的股票时，比如这是一家行业内领先的生产铜的公司，他更愿意相信一个了解铜价的水管工的观点，而非一个拥有MBA（工商管理硕士）学位的人的观点，因为他可能仅仅因为股票便宜而建议你买入。事实上，周期股的市盈率越低，买入的风险就越大——看起来便宜的股票实际上可能非常昂贵。非常高的市盈率通常意味着公司已经处于周期的底部，而非常低的市盈率则可能是一个警告：好日子就快结束了。

## 相对强度

当投资周期产业时，你其实应该希望这个产业和你所选择的公司被黑暗和厄运包围。市盈率可能很高，但新闻的内容可能已经开始转为正面，股票的相对强度开始回升。如果发生了这种情况，咬紧牙关并买入股票通常是值得的。

## 现金头寸

还有一个非常重要的基本因素需要我们考虑，即公司资产负债表的实力。就如强大的现金流一样，公司明显为正的现金状况显然会让你更为放心。然而，即使公司有大量的借款，如果新闻的内容真的开始变得积极，可能公司的处境也还不坏。配股可能是必要的，但至少，你应该确信公司能存活下来。

但是，如果是在市场环境仍在恶化，或充其量处于没有变坏的情况下，买入一只复苏股票意味着你得真正担心现金不足的问题了。我不推荐这种投资方法，但一些投资者为了追求更大的收益，会试图在价格触底时进行投资。如果你决定这样做，我建议你至少要确保公司的资产负债表是强劲的。时间长了，你就会发现这样做的好处。

## 其他金融指标

对于周期股来说，市净率这个指标是很有趣的。公司的净资产是推动其复苏的原材料。显然，任何一家股价高出账面价值很多的公司，其吸引力都不如一家股价低于账面价值的公司。

类似地，当行业复苏、利润率开始改善时，极低的市销率也为未来的复苏提供了极好的信号。因此，不论何时，把该行业正常的峰值利润率与当前水平进行比较总是值得做的事情。

## 新闻信息

我提到过很多次“新闻信息”这个神奇的词。它指的不仅是有关利润和股息的公告，还包括出售或关闭工厂、大量裁员、获得大量订单、任命新董事等事项。新任首席执行官往往是公司的一个重要转折点，比如，阿斯达集团的阿奇·诺曼、格拉纳达集团的格瑞·罗宾逊、莱克斯特的沃夫森勋爵和下一任的戴维·琼斯等。然而，新闻信息不必如此引人注目，它只需要变得越来越积极就可以了。新闻信息的趋势是影响股票价格的主要因素。

董事买入

像往常一样，多位董事购买了大量的公司股份，这是非常令人鼓舞的。在周期股中，这种公司内部的认可更为重要。如果公司在交易方面处于低谷，则有完全失败的风险。在这种情况下，董事们将失去他们的工作，以及他们已经投资于公司股票中的资本。进一步买入股票增加了他们的下行风险，但这也表明他们确实非常相信公司会完全复苏。

## | 总结 |

1 投资周期股时，选择适当的时机所需要考虑的因素如下：

a.利率下降的第二年或随后几年，投资回报似乎比利率下降的第一年要好得多；

b.英镑正在上涨；

c.利率下降的最后一年是投资的最佳时机。如果排除石油的国内生产总值增幅上升到4%或更高，那么下一年的利率可能会上升。

2 不要盲目购买周期股。试着找一个身处这个行业或对这个行业很了解的人，并向其咨询相关问题。尽可能多地阅读有关该行业的整体信息；

3 警惕低市盈率。它们可能预示着麻烦即将到来；

4 如果该公司的消息开始好转，即使好转的程度很轻微，你就不要害怕高市盈率倍数。未来的新闻信息趋势将是影响股价的主要因素；

5 选择现金状况强劲或现金状况正在快速改善的公司；

6 市价较账面价值的大幅折扣和较低的市销率令人鼓舞，这表明公司未来有复苏的空间；

7 仔细查看股票的相对强度。情况开始好转通常是一个好的迹象，特别是经历了严重的经济衰退和较低水平的长期筑底之后；

8 像往常一样，董事集体买入股票是一个非常令人鼓舞的迹象；

9 如果所有因素都具备了，不要犹豫，买入你选择的股票。

# 第19章

# 祖鲁法则精要

我希望这本书让你相信，通过系统化的学习，你可以得到更丰厚的投资利润，并击败市场。

我挑选成长股的方法没有什么神奇或神秘之处。相反，我的方法是严格和有纪律性的。我只买符合我标准的股票——这些标准有的是强制性的，有的是强烈建议的，其余的则可以看成是加分项。

以下是我设定的所有标准的总结：

强制性标准

1.进行大额投资时，市盈增长比率需低于1.0，进行小额投资时市盈增长比率需低于0.75；

2.预期市盈率不超过20；

3.强劲的现金流，尤其是每股现金流超过上一报告年度和前5年的平均每股收益；

4.低杠杆率，最好低于50%，有正的现金余额就更好；

5.前12个月的相对强度较高，同时前1个月或前3个月的相对强度较高；

6.有强大的竞争优势；

7.董事中没有人积极卖出股票。

强烈建议的标准

1.加速提升的每股收益，最好与公司能自我克隆的业务模式挂钩；

2.有一些董事在买入股票；

3.公司市值在3 000万~2.5亿英镑之间；

4.有股息收益率。

加分项

1.低市销率；

2.有新变动；

3.低市研率；

4.合理的资产状况。

可以将这些标准看作是投资者握在手里的箭筒中的箭。他们不需要全部被射出，有些箭可能会错过目标，但你需要将大多数箭射在靶心上。这些标准并非严格不可改变。它们更像是成长股投资指南，帮助投资者消除不可靠的投资标的，并突出绝佳的投资机会。

即使有强制性的要求，在执行时也需要有一些灵活性。例如，一项具有吸引力的投资可能还没有市盈增长比率，这可能是因为2年前，该公司每股收益的增长幅度微乎其微。然而，该公司的现金流可能是每股收益的两倍，其市销率可能低于1.0，而且在未来几年里，预计每股收益可增长30%，市盈率只有12倍。在这种情况下，很明显，仅仅因为2年前的条件未达标而错过这只股票就太可笑了。因此，我建议对所有标准都抱有这样的观念——如果符合大多数的标准，就不要纠结于一两个条件未达标，特别是当这个标准正在经历历史性的转折时。当然，一些股票在所有方面都显示出了疯狂的买入信号，但通常情况下，还要权衡股票的整体吸引力，并灵活地做出是否买入的判断。

我选择成长股的方法，本质是从整个市场开始，应用各类筛选标准之后，将少数幸存者当作是我投资组合的候选股。月度REFS表格可以使这项任务变得非常简单。事实上，当一家公司出现在REFS的低市盈增长比率表中时，就意味着它已经通过了第一个筛选标准——至少有一个简短的每股收益增长记录，而且似乎利润的增长还能持续。

第二个筛选标准是为市盈增长比率设定一个目标。对于一个规模较大的投资组合来说，将市盈增长比率设定为低于1.0是比较合适的。但规模较小的投资组合可以有更多选择，目标市盈增长比率可以设定为低于0.75。

接下来的步骤是检查候选股的预期市盈率，看数值是否超过20倍，现金流是否超过了每股收益，公司杠杆率是否低于50%，以及过去12个月相对于市场的相对强度是否为正。上个月的相对强度也应该是正的，但如果股票

似乎正在经历短暂的休整，前3个月的相对强度为正就足够了。

上述筛选可以通过简单地使用REFS月度表格完成。公司杠杆率和3个月的相对强度例外，这些可以在公司详情页面找到，该页面也同时显示董事是否在买入或出售公司股票。

当一些强制性标准能够非常严格地得到满足，但其他一些标准稍有不足时，你可以适当地放松一点标准。例如，如果每股现金流是每股收益的两倍，那么假如杠杆率为70%，而不是低于50%时，这个问题就不大。同样，如果市盈增长比率为0.5，并且许多董事都在大量买入股票，那么市盈率为21而非20以下这一点也不会成为阻止我买入的障碍。

一旦公司满足了数字上的强制性要求，我就开始对每个候选股进行分析，试图找出能让该公司满足我筛选标准的、背后蕴含的竞争优势。在做分析时，我会运用自己的常识，并联系可能了解业务的朋友，同时在REFS的公司条目中阅读媒体新闻、经纪人通告、年度报告和新闻信息。

在这一阶段，我还会考虑那些强烈建议的因素，比如加速增长的每股收益，公司复制其活动的能力，董事们是否在大量买入股票；公司市值和股息收益率，等。此外，我也会从额外的加分因素中寻求安慰，比如低的市销率、新的变动、低市研率和合理的资产头寸。

另一个非常有价值的交叉检查是REFS中的行业分析，这让我们可以了解标的公司的关键统计数据，并可以将其与同行业中的其他公司以及行业和市场平均值做对比。

在目前的测试中，选择低市盈增长比率成长股的投资方法取得了很大成功。在以6个月为一个周期，一共8个周期的测试中，市盈增长比率为0.6或以下的股票平均上涨了22.9%，这不包括股息。而同时期，市场的上涨幅度为8.9%。现金流标准对投资结果的影响最小，但运用这个标准可以让我更加安心。相对强度标准大大提高了投资业绩，收益的平均超额增幅达到了34.5%。

在只使用市盈增长比率低于0.75作为选股标准的13次测试中，从富时100指数中选择的股票上涨了21.04%，而指数本身仅上涨9.53%。在富时中盘250指数中，市盈增长比率低于0.75的股票涨幅也大幅超过了该指数，股票上涨了14.8%，而指数本身仅上涨了9.56%。

许多投资者对这些结果感到惊讶。但这时我通常会反问他们，为什么一只收益增长率更高、现金流更好、相对强度更好的股票会比市场表现差？到现在，我还没有得到一个满意的答案，而我也不认为真的存在答案。

我推荐大约10～15只股票作为小型投资组合的最佳股票数量，对于更大的投资组合，这一数字可以达到30只或更多。市盈增长比率有助于指示我们应该何时买入股票，也有助于提示我们何时卖出。如果公司能保持良好的势头，且市场价格还没有过度反应，许多股票都可以持有多年。当市盈增长比率上升到1.2以上时，你就应该对该股票拉响红色警报，因为你的安全边际正在变薄。当然，也必须考虑资本利得税。但即使存在这个问题，如果市盈增长比率达到市场平均水平，我也肯定会成为卖出的一方，而且我可能会倾向在市盈增长比率略低于市场平均水平的时候就把股票卖出。资金总是可以投入另一只具有更大安全边际的股票，总能找到向上弹性空间更大的股票。

不要花太多时间担心整体市场。投资是选择的艺术，选股比择时更重要。如果你发现投资让你彻夜难眠，就把一些股票卖到能让你高枕无忧的水平。当你选择卖出股票时，要选择投机性最强、市盈增长比率最高的股票。这将帮助你提高剩余投资组合的平均安全边际。

我给个人投资者最重要的建议是建立自己的投资体系、方法或纪律。它们可以我在这本书中提到的标准为框架，再进行一些个性化的调整。渐渐地，你的方法会得到磨炼和检验。它永远不应该被刻在石头上——你要随时准备聆听或阅读可能有助于提高投资水平的新的投资理念。

不要听信关于令人兴奋的生物技术股票，或其他一些缺乏基本面支撑的、充满新概念的股票的投资建议。很少有人会成功，对其进行尝试是灾难到来的前兆。你需要的应该是实现盈利、减少亏损、最大限度地利用个人账户。你要坚持自己的方法，更好地使用它。这才是成功投资最可靠的途径。

我要强调的一点是，你的投入成本带来的回报终将体现在投资结果中。你要尽可能多地阅读相关信息，尽可能多地购买和订阅每周或每月的投资服务产品。同时，确保每周至少花一个小时左右的时间来思考你的投资策略。

随着你投资技术的进步，我满怀信心地预测，你将会开始享受投资，就像其他任何你已经学会并且玩得很好的游戏一样。不过，投资这个游戏的好处在于——进步越多就会越富有。

# 附录

1 詹姆斯·奥肖内西写的《华尔街股市投资经典》现已出版。他对美国1954—1994年的股票数据进行了研究，找到了大量的业绩数据，其中包括以下特别有趣的结果：

附录表1

| 年化复合增长率（%） | | |
|---|---|---|
| | 低数值组 | 高数值组 |
| 市净率 | 14.4 | 7.5 |
| 市现率 | 13.6 | 6.8 |
| 市销率 | 15.4 | 4.2 |
| 市盈率 | 11.2 | 8.4 |
| 每股收益连续5年上涨，相对强度最佳 | 16.86 | |
| 市盈率低于20且相对强度高 | 16.86 | |
| 一年相对强度高，市销率低 | 18.14 | |
| 一年相对强度高 | 14.03 | |
| 一年相对强度低 | 1.78 | |
| 为了让你更好地理解这些数字：1954—1994年期间所有股票的复合年回报率为12.5% | | |

奥肖内西没有研究市盈增长比率，因为那段时期还不流行预测。然而，正如你所看到的，他书中的结果与本书所写的其他标准能够完美匹配。

2 乔纳森·斯坦伯格连续六届成为《华尔街日报》选股大赛冠军，他也是

《点石成金》一书的作者。他使用的主要投资标准是：

a.相对强度高，并达到了新高；

b.有内部人士买入；

c.向上修正的经纪人预测；

d.良好的公司经营状况；

e.每股收益增长强劲，并低于公司的市盈率。斯坦伯格认为，与市盈率相比，市盈增长比率是一个更为重要的指标，并总用它来判定股票是否值得买入。他寻找的是增长率远超过市盈率的股票（即市盈增长比率远低于1.0）。

斯坦伯格的标准几乎与我的标准相同，但令我很惊讶的是，他并不认为现金流是至关重要的。然而，在1997年1月出版的《个人投资者》月刊上，他说个人投资者已经从错误中吸取了教训，未来将更加重视公司现金流和资产负债表。

3 《巴伦周刊》的一篇文章引起了摩根士丹利的大卫·利普舒茨的关注。他研究了1 000家美国最大的公司在超过11年时间里的表现。他发现，相较利润增长率来说，拥有较低市盈率的公司整体表现明显优于市场。他还发现，市盈增长比率最高的公司表现最差。利普舒茨说："令人惊讶的是，结果是如此一致，这充分表明了市盈增长比率这个概念的效果。"

4 进一步的支持来自保诚公司的克劳迪娅·莫特。她计算了追溯到1982年的5 041只中型股的市盈增长比率数值。在截至1996年12月的14年中，她发现市盈增长比率低于0.75的中型股平均年回报率为19.2%，一年如果投资1 000美元，可以赚到1 166美元。同时，市盈增长比率在1.0~1.25的股票平均年增长率为16.5%，同期投入1 000美元，利润可达846美元，而市盈增长比率在2.0以上的股票仅有10.8%的收益率，利润也只有421美元。她得出的结论是，市盈增长比率低于1.0的股票非常值得投资，市盈增长比率在1.25以下都可以尝试。如果市盈增长比率超过1.25，股票就有点贵了。

5 我在1995年11月29日通过REFS选出的4只股票在1996年5月29日上涨了64.6%。从那以后，它们持续上涨。到1997年9月，这4只股票平均上涨了167%，而同期市场的收益只有29%。

6 我在1995年12月29日选出的由8只股票组成的1996年的新年投资组合也在持续打败市场。正如你在本书中看到的那样，到了1996年6月，它们已

经上涨了27%。到1997年9月30日，6只剩余股票（一只亏损4%，另一只被收购，获利35%）平均上涨超过100%，而同期的市场仅上涨了28%。

7 我儿子的基金——约翰逊·福来·斯莱特成长基金一直在上涨。1996年，在卖出价对卖出价的计算方法下，应用红利再投资的原则，它是英国表现最好的单位信托，收益率为59.1%，而市场的收益率为15.7%。

2000年10月，收购约翰逊·福来的莱格·梅森决定将斯莱特成长基金的管理权收回公司内部。随后，莱格·梅森改变基金原有的做法，把精力集中在高定价的科技股上，而事实证明这是错误的。

我儿子马克设立了一个新的斯莱特成长基金。有趣的是，应用市盈增长比率原则及其他所有的投资标准后，2010年10月，在与所有类别的2 829单位信托的比较中，斯莱特成长基金位列第一，比去年上涨了75%。

# 致谢

我要感谢海明顿·斯科特、彼得·斯科特、格林汉姆·斯奎克和克里斯·科尔为编辑本书所做出的努力。我们作为一个团队，将一起在REFS工作时的许多经验教训都写进了本书。此外，我还要感谢我的儿子马克，感谢他为编辑本书所做出的努力，他还提出了很多有益的建议。

特别感谢《独立报》的城市编辑汤姆·史蒂文森，他为本书的最终版本做了大量修订工作，并在改进大部分章节的文本和结构方面提出了许多建设性的建议。

像往常一样，我要祝贺爱德华·麦克拉克兰，他画了许多优秀的卡通画。

我也要感谢我的妻子，因为她明白写作需要花费很多时间，而那些时间本可以花在她身上。

如果我不感谢我的秘书帕姆·霍尔，我会觉得心有不安。他现在是我所有书籍的专家。大部分章节都要反复写作很多遍才能最终定稿。而帕姆，则一直是我的一座力量之塔。

最后，感谢莱斯利·巴克斯特与我一起修改了最终的版本。她做出的贡献无法估量。

图书在版编目（**CIP**）数据

祖鲁法则 / （英）吉姆·斯莱特著；马斐儿，张洞译. -- 北京：中信出版社，2020.5
书名原文: Beyond the Zulu Principle
ISBN 978-7-5217-1574-3
I. ①祖…II. ①吉…②马…③张…III. ①股票投资IV. ①F830.91
中国版本图书馆CIP数据核字(2020)第028219号

Beyond the Zulu Principle by Jim Slater
Originally published by Harriman House Ltd. in 2011, www.harriman-house.com
Simplified Chinese translation copyright © 2020 by CITIC Press Corporation
This edition published in arrangement with Harriman House Ltd., through The Artemis Agency.
ALL RIGHTS RESERVED

祖鲁法则
著者：［英］吉姆·斯莱特
译者：马斐儿 张洞
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：180千字
版次：2020年5月第1版
京权图字：01-2019-4234
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-1574-3

版权所有·侵权必究




MASTERING THE MARKET CYCLE

Getting the Odds on Your Side



投资机会、风险、态度与市场周期

[美] 霍华德·马克斯（Howard Marks）著
刘建位 译



价值投资大师、《投资最重要的事》作者重磅力作

瑞·达利欧、查理·芒格倾力推荐

中信出版集团

# 周期

[美]霍华德·马克斯 著

刘建位 译

中信出版集团

# 目录

中文版序言

译者序

序言

**01** 为什么投资要研究周期？

**02** 周期的特征

**03** 周期的规律

**04** 经济周期

**05** 政府调节逆周期

**06** 企业盈利周期

**07** 投资人心理和情绪钟摆

**08** 风险态度周期

**09** 信贷周期

**10** 不良债权周期

**11** 房地产周期

**12** 市场周期——集周期于一身

**13** 如何应对市场周期

**14** 市场周期与投资布局

**15** 应对周期有局限性

**16** 成功本身也有周期

**17** 周期的未来

**18** 周期精要

献给我一生挚爱的
南希
简、贾斯廷、罗茜、山姆
安德鲁、雷切尔

# 中文版序言

过去十多年来，有件事总让我特别高兴，就是我一年一度的亚洲之旅，特别是中国之旅。这十多年来我到访中国十几次，其间，非常荣幸能够认识一些中国最聪明、最有影响力的顶尖专业投资人士，并与他们深入地交流有关投资的看法。我与他们中的很多人都成了相知相敬的老朋友，以及业务合作的好伙伴。这些中国顶尖的专业投资人士对投资事业的激情之巨大，对投资知识的渴望之强烈，直到现在依然令我钦佩，他们和我关于投资的对话总是能代表投资专业的最高水准。

八年前，我写了第一本书《投资最重要的事》，我在书中提及，20世纪60年代我在上大学期间研读过亚洲文化，这对后来我做投资并逐步发展形成自己的投资哲学有很大帮助。最近十几年我每年都和这些中国顶尖的专业投资人多次交流对话，这让我更加深入地理解了中美投资人之间在经济、政治、文化方面的细微差异，一直都在帮助我不断地完善和提升我的投资哲学。事实上，这十几年来和中国顶尖专业投资人士的多次深入交流，对我写这本关于周期的新书贡献很大，特别是在“周期定位”这个方面。

因此，我非常高兴能和中国投资人分享我的第二本书。我的上一本书《投资最重要的事》，以及我以前所写的投资备忘录，其中那些与周期相关的关键内容，构成了这本关于周期的新书的基础。2011年，我在《投资最重要的事》书中讨论过，市场的涨跌只是一时的，不可能一直如此，上涨之后必有下跌，下跌之后必有上涨，认识到市场波动必有周期对投资至关重要。现在这个世界和八年前有巨大不同，对于投资人来说，市场周期之重要远胜过从前，投资人只有正确合理地理解市场周期，分析影响周期的因素，判断周期未来的趋势，在周期的每个重要转折点采取合适的投资行为，才能长期战胜市场。因此我希望这本新书能帮助你更加深入地理解周期、正确地分析周期、成功地利用周期，形成你自己独有的长赢投资哲学。

在此我要衷心地感谢我的所有中国朋友，我们多年合作，持续交流，让我受益匪浅、收获良多，期待我们将来继续合作，更多地交流。我还要特别感谢我的搭档巢瀚婷女士，她作为橡树资本大中华区的领军人，多年来对橡树资本的发展和我来此与大家共聚的旅程中，厥功至伟。

霍华德·马克斯

# 译者序

掌握“投资周期第一书”

中国股票投资人都知道股神巴菲特，都喜欢读巴菲特每年年报中给股东写的信。可是，你知道巴菲特喜欢读谁写的信吗？

橡树资本霍华德·马克斯每年都会给客户写几份投资备忘录，像巴菲特给股东写的信一样，分享自己对投资的思考和感悟。巴菲特说：“我会第一时间打开邮件并阅读的就是霍华德·马克斯的备忘录，我总能从中学到不少东西，他的书更是如此。”能让巴菲特十分关注和欣赏，霍华德·马克斯的投资成就肯定也非同一般。

霍华德·马克斯1946年出生，比巴菲特小16岁，1978年开始投资高收益债（即著名的垃圾债券），是第一批垃圾债券专业机构投资者。十年之后，霍华德·马克斯组建了一只不良债权投资基金，可以说这是大型金融机构首次进入不良债权投资领域。后来他又创立了橡树资本，目前管理的资产规模超过1 200亿美元，其中71%是债务投资，其不良债权投资管理规模全球第一。

熟悉巴菲特的投资人都知道，巴菲特不仅股票投资规模做得大，而且固定收益投资规模也做得很大，超过1 000亿美元。其中，巴菲特对垃圾债券情有独钟，并多次对其进行大规模投资，在致股东的信中他也多次对此进行长篇论述。

两位大师的投资领域各有偏重，但长期业绩都非常好。伯克希尔·哈撒韦公司过去50多年的平均投资业绩高达19%；橡树资本过去22年的平均投资业绩也高达19%。

霍华德·马克斯每年都会仔细阅读巴菲特致股东的信，并在自己的书中和投资备忘录中多次引用巴菲特的名言。巴菲特也经常阅读霍华德·马克斯写的投资备忘录，而且非常欣赏他的见解。

有一天，巴菲特建议霍华德·马克斯把这些投资备忘录整理成一本书：“你要是写一本书，我会给你的书写推荐语。”之后，霍华德·马克斯就开始整理文稿，下了很大功夫完成了《投资最重要的事》。巴菲特收到书稿，如约做了推荐：“这是一本难得一见的好书。”

之后，霍华德·马克斯写了第二本书《周期》。这本书只讲周期，还是在他

过去二十多年写的投资备忘录的基础上整理成书，并且加入了新的思考和感悟。这本新书也得到了很多著名投资大师的推荐，其中一位是巴菲特的投资老搭档、人称“长着两条腿的活书架”的查理·芒格。《周期》这本书，告诉我们如何从历史事件中学习经验教训，从而更好地把握未来。”2018年这本新书出版后，很快登上了《华尔街日报》和《纽约时报》的畅销书排行榜。

霍华德·马克斯的第一本书《投资最重要的事》，我有幸写序推荐。他的第二本书《周期》，我有缘翻译，因此我在三个月内反复读了这本书十几遍。我想说，这本书肯定可以被称为“投资周期第一书”。

人生成功三大要素，天时、地利、人和，天时排名第一。投资成功三大要素，选时、选股、配置，选时排名第一。选时最重要的是周期，讲周期最好的就是这本书。大部分投资人往往只想到市场周期的第一层浅思维，这本书带你进入市场周期的第二层深思维，教你看懂过去的周期规律，看清现在的周期位置，看透未来的周期趋势，获得少数赢家穿越金融危机、长期战胜市场的投资布局真经。所以我称之为“投资周期第一书”。

这本书最大的特色是结合基本面与心理面来讲投资周期。技术分析派讲市场周期只看市场价格数据，宏观分析派讲市场周期主要看宏观经济和货币数据。基本上都是从数据到数据，从模型到模型，既不实用，又无成效。这本书开辟了第三条道路，从经济和企业基本面出发讲市场长周期的基本趋势，从心理面讲市场短周期如何经常大幅偏离基本趋势，基本面、心理面、市场面三面合一，互为因果，互相影响。这样解读周期既符合实际，又好懂好用。

不过投资人都知道，周期这件事，毫无疑问是投资最重要的事，但它像人生命运一样，人人都讲，人人都讲不清楚。没办法，周期这个主题涉及很多方面、很多层次，非常复杂。虽然讲周期的书很多，但这本书讲得最清晰易懂。不过，书中内容也是一环扣一环、一层套一层的，第一次读此书的人，不太容易把握。

如同其他好书，这本书也有一条明显的主线。主线可以分成三个阶段：认识周期、分析周期、应对周期。它们分别对应着这本书的三大部分：认识周期三大规律、分析周期三类九种、应对周期三步操作。

## 第一部分 认识周期三大规律

本书的第1章到第3章的核心内容是周期的三大规律。

周期的第一大规律，不走直线必走曲线：前途是光明的，道路是曲折的。

任何事件的发展都不会是一条直线，而是一条起伏的曲线。市场周期，大涨之后必有大跌，大跌之后必有大涨。股市如海，永远是潮起又潮落。但是投资人通常只看到股市波动，却没有想到其中其实存在因果关系，上涨过程积蓄着下跌的能量，并最终导致下跌，下跌过程中积蓄着上涨的能量，最终导致上涨。

周期的第二大规律，不会相同只会相似：历史不会重演过去的细节，历史却会重复相似的过程。霍华德·马克斯解读投资周期，涨跌的方向会重复历史相似的模式，但涨跌的幅度不会重复历史相似的幅度。股市总是潮起又潮落，非常相似，但潮起多高，潮落多深，次次不同。这是因为随机性的作用。所以周期的大趋势，即大方向可以预测，但具体走势，即涨跌幅度无法预测。

周期第三大规律，少走中间多走极端：市场周期围绕基本趋势线或者平均线上下波动，市场走到一个极端之后，总会向中心点回归或者说均值回归。但是市场回归到中心点之后，却并不会停留，而是继续冲向另一个相反的极端。所以市场不是走到极端就是走向极端。股市只会一直潮起潮落，不是向上涨到极端，就是向下跌到极端。

但是海水潮起潮落的幅度通常很有限，并且相当规律，偶尔遇到台风，巨浪滔天，其涨落幅度和持续时间难以预测。股市波动，大牛市和大熊市如同台风一般威力巨大，大涨或大跌的幅度更大，持续时间更长，更加难以预测。

## 第二部分 分析周期三类九种

本书的第4章到第12章分别分析了9种投资周期。大自然的周期，相当规律。而人参与的经济活动、企业活动、投资活动的周期，非常不规律，很容易走极端。因为人性决定了这些周期要么向上走极端，要么向下走极端。要研究周期，先研究人，要研究人，先研究人性，人性的表现就是心理和情绪。

第一类周期，基本面周期：经济周期、政府调节逆周期、企业盈利周期。经济周期取决于GDP（国内生产总值）周期，影响因素一是参加生产的总人口，二是生产效率。政府调节逆周期，其实体现在政府逆周期调节，熨平经济波动，主要依靠货币政策和财政政策，但是政府官员也无法准确预测经济周期。企业盈利周期，从理论上讲，所有企业的产出之和就是一个国家的GDP，可是企业盈利波动幅度是GDP波动幅度的两三倍，甚至更大。其中的主要原因是企业使用了两大杠杆——经营杠杆和财务杠杆。厂房设备等固定资产形成的固定成本在总经营成本中占比越大，形成的经营杠杆越高；负债融资在企业总成本中占比越大，形成的财务杠杆越高。经

营杠杆和财务杠杆导致企业销售收入的变化幅度被放大为变化幅度更大的企业盈利。经营杠杆和财务杠杆水平取决于企业经理人的决策。

第二类周期，心理周期：心理钟摆和风险态度周期。

这是书中最重要也最精彩的内容。心理和情绪虽然严格来讲有所不同，但是难以区分，所以作者从便于实际运用出发，把二者结合，心理就是情绪，情绪就是心理。

投资像硬币的两面，不可分离。正面是追逐利润，反面是承担风险。从追逐利润来讲，投资人面对证券的心理和情绪就像钟摆，在恐惧和贪婪两个极端之间来回大幅摆动。这简直是天才的比喻，一下子抓住了那个只可意会而难以言传的东西。我忍不住摘录了下面这段话：

> 证券市场中的情绪波动，就像一个钟摆的运动一样。这个钟摆来回摆动，形成一道弧线，弧线的中心点完美地描述了这个钟摆的“平均”位置。但是事实上，钟摆待在这个弧线的中心点位置的时间极短，一晃而过。相反，钟摆几乎大部分时间都在走极端，弧线两端各有一个极端点，钟摆不是在摆向极端点，就是在摆离极端点。但是每当钟摆接近极端点的时候，不可避免的结果是，钟摆会反转方向摆向弧线的中心点，或早或晚，反正肯定会反转。事实上，正是钟摆摆向极端点这个运动本身，为钟摆后来反转方向回归中心点提供了能量。
>
> 投资市场也形成了类似钟摆一样的摆动：
>
> • 从兴奋到沮丧；
>
> • 从为利好事件欢呼庆祝到为利空事件忧虑不安；
>
> • 从价格过高到价格过低；
>
> • 从贪婪到恐惧；
>
> • 从乐观到悲观；
>
> • 从风险容忍到风险规避；
>
> • 从信任到怀疑；
>
> • 从相信未来的价值，到坚持现在要有实实在在的价值；

- 从急于购买到恐慌卖出。

> 这种从一个极端到另一个极端的摆动现象，是投资世界最确定的特征，投资人心理像钟摆一样，很多时间都在走极端，要么走向一个极端，要么走向另一个极端，投资人很少停留在中心点上，很少走令人幸福快乐的中庸之道。

在证券市场待过一段时间的人会惊奇地发现，同样的证券，同样的市场，同样的企业，同样的投资人，却会有完全相反的心理和情绪，而且自己的每次反转都被自己认为是对的，反转之后又会再反转。这种反复无常，用钟摆来形容可以说十分神似。

巴菲特说他一生投资成功只靠一个原则：在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。其实，投资人做投资，对手就是市场，这里说的别人就是市场。霍华德·马克斯把市场的心理和情绪波动比喻为钟摆，在贪婪和恐惧之间摆动。这和巴菲特的那句名言可以说是绝配。

从投资的另一面承担风险来看，投资人面对风险的态度也是周期性的大起大落，从过度风险规避到过度风险容忍。作者首先说明，风险的正确定义是损失的可能性，不是学术上定义的波动性，并澄清了一个流传很广的错误说法：高风险才有高收益。从风险是损失的可能性来讲，低风险才能获得高收益，因为损失的可能性越小，盈利的可能性越大。作者指出，投资人常常把收益和风险看作一个点，而不是一个可能性区间。

第三类周期，市场周期。这本书中的市场周期一般指的是股市。但从广义上讲，信贷市场和不良债权市场、房地产市场也属于市场，所以为了方便起见，我将它们统一归到市场周期。

信贷周期相对于其他周期，影响力特别大，但谈信贷周期的书要少得多，所以信贷周期是这本书的一大亮点。其实企业都是借短投长，因为短期贷款或者短期债券和商业票据的利率最低。但是企业投资的项目周期要长得多，从销售到回款需要几个月，甚至几年的时间；企业建造厂房，从前期设备投入到收回成本也需要几年时间。所以企业都是不断地滚动融资，旧债到期借新债。可是在经济形势好的时候，再差的企业都能借到钱；在经济形势不好的时候，再好的企业也很难借到钱。作者用窗口来做比喻特别形象，从窗口大开到猛然关闭，简直是冰火两重天，而且变化极快。贷款机构对企业贷款如此，对个人住房贷款也是如此。请注意，管信贷发放的是人，管债券投资的也是人。信贷周期对经济周期特别敏感，对企业盈利周期的影响特别大，对经济和市场的影响也特别大。次贷危机，其实就是信贷周期走极端所造成的危机，而次贷危机引发了全球金融危机。在中

国，信贷周期的影响同样很大。读了这本书中的信贷周期，你才能真正明白全球金融危机，才能明白为什么最近中国如此强调“去杠杆”。中国投资人喜欢把信贷周期归为资金面，其实很有道理。

不良债权投资，其实就是破产企业的违约贷款和违约债券，中国的银行称之为不良资产。如果垃圾债还称得上“垃圾”，那么不良债权连“垃圾”都称不上。一般投资人避之唯恐不及，而这正是不良债权具有巨大赚钱机会的根本原因。但是不良债权投资风险极大，只有少数高手才能玩得转，而这本书的作者霍华德·马克斯却是不良债权投资高手中的高手。

房地产周期，是美国次贷危机的根源，也是中国人最关注的周期。房地产周期有三大特点：第一是实物，产品从设想到交付客户长达几年时间，漫长的房地产周期起伏特别大，因此对房地产投资的盈利影响非常大，特别是对烂尾楼的投资。本书作者既投资不良债权，即那些破产企业烂掉的贷款和债券，又投资烂尾楼，他因此发现烂尾楼投资的周期性特别强。房地产周期的第二大特点是开发商只见树木不见森林，只看到自己，没有想到很多同行会有同样的想法，结果出现“一窝蜂”现象，市场要么过热，要么过冷。房地产周期的第三个特点，是投资人盲目相信股市、房价总会上涨，但是这本书的作者用阿姆斯特丹市绅士运河区经过350年房价才上涨1倍的事例表明，不要相信传说，它不是事实。

股市周期是最重要的市场周期，甚至我们平常所说的市场指的就是股市。股市周期有三个特点：

第一个特点，从多层次组成来看，股市周期集所有其他周期于一身，再加上随机性的影响，形成了股市的波动周期，而且股市周期既受其他周期影响，也影响其他周期。简单地说，基本面加上心理面决定市场面。而市场面反过来影响基本面和心理面。

第二个特点，从波动幅度来看，价格会大偏离，因为投资人不是理性的经济人，他们的心理和情绪会大幅波动，所以资产的买卖价格会大幅偏离价值，投资的机会即在于此，投资的风险也在于此。

第三个特点，从过程来看，大牛市和大熊市都有三个阶段。大牛市的三个阶段是：少数人看到基本面好转，股市小涨；部分人看到基本面好转，股市中涨；所有人看到基本面好转，股市大涨。反过来就是熊市的三个阶段。用巴菲特的话来概括就是：最先做的是聪明人，最后做的是傻瓜。书里讲得最精彩的是，在第三个阶段为什么最后会有一波疯狂上涨，因为原来一直坚持不追涨买入的人，一直看到周围的人在赚钱，实在太痛苦了，实在坚持不了，最后投降了，开始疯狂买入，一下子市场上只有人买，没有人卖出了。作者做了一个比喻，这就像双方进行拔河比赛，在大牛市最

后阶段，卖方一下子都投降了，反过来加入买方，结果市场疯狂上涨，可是因为再也没有人卖出，市场最终涨不动了，而一有风吹草动，市场就开始反转下跌。所以经常会有人说：我一买，市场就开始跌了。因为你是最后投降的那批人中的一个。此外，市场涨起来很慢，跌起来却很快，作者将它比喻为：股市泡沫就像气球，充气慢，但泄气非常快。作者提醒道：世界上没有只赚不赔的神奇投资产品，就像世界上没有长生不老的神药一样。当这种神奇的投资产品非常流行时，市场发出了大泡沫的严重警告。

## 第三部分 应对周期三步操作

认识周期的三大规律，只为了一个目的：应对周期，利用周期，从而获得更多盈利和更高的业绩。这就是这本书讲的第三部分：应对周期。这也是最实用的一部分（第13章到第16章）。

概括地说，应对周期就三步：有识、有胆、有备。中国人常说，有胆有识。其实是先有识后有胆，有胆有识还不够，还要有备，以防万一。

第一步，有识——现在市场到周期的什么位置了。看清现在，才能把握未来。作者的方法是，给市场量体温，就是用一些关键指标来衡量市场估值水平，以及市场情绪是过热还是过冷。市场情绪非常容易传染，在大牛市里，保持众人皆醉我独醒，非常困难。

第二步，有胆——在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪，这也是巴菲特投资成功的秘诀。从承担风险的角度讲：别人越不谨慎小心，自己越要谨慎小心。我们前面搞懂了市场波动永远是周期性的，市场涨得越高，跌的可能性就越大，我们应该早早卖出。反过来，市场跌得越低，涨的可能性越大，我们应该及时买入。但说起来容易做起来难。大熊市里人人恐慌，有几人有胆量勇敢地进场买入？大牛市里，人人贪婪，有几人有胆量勇敢地卖出离场？但是要成功，非如此做不可，难怪投资成功者，往往只是少数人。

第三步，有备——要在三个方面做好出错的准备。第一个是你出的错误，是人就会出错。第二个是来自市场之外的意外事件，比如风暴、洪水、地震、海啸、日本核泄露、英国脱欧、中美贸易战。第三个是市场本身的错误，市场一直保持错误的时间，比你能保持不爆仓的时间还要长！你分析得对，你做得也对，但是市场就是死不悔改，直到你爆仓之后，市场才迅速修正错误，你没能坚持到光明到来的那一刻，死在了黎明前的漫长黑夜里，因为你没有想到黎明前的黑夜会如此漫长，如此难熬，你的弹药和粮食耗光了。所以作者感叹：投资最大的秘诀就是活下来，不是胜者为王，而是剩者为王。巴菲特说：“我不要99%会成功却有1%会爆仓的可能性。”每年都有投资很成功的人，但十几年后还成功的投资人极少。看看

巴菲特和霍华德·马克斯，他们经历了几次大危机而不倒，真是令人钦佩。

要想长期投资成功，关键是保持投资组合布局平衡。作者提出，投资成功要在三对关键因素上保持适当的平衡：周期定位与资产选择（选时与选股），激进与保守（进攻与防守），技巧与运气。这三对因素就是左手与右手、左腿与右腿、左脑与右脑，缺一不可，而且要保持适当平衡。但是其实在适当的时候偏向正确的一边才能保持真正的平衡。

中国人喜欢说，人定胜天。投资人容易过分自信，认为人肯定能战胜市场。作者写这本书，讲市场周期，就是想帮助投资人战胜市场。但是他最后提出了，投资人应对周期有局限性，其原因有两个：人不是神，能力有局限；而且有时候，人算不如天算。要成为一个完美的投资人，关键在于认识自己的局限性。

这本书讲的是周期，可是投资人如此用心地研究周期，追求投资成功，却没有想到，投资成功本身也有周期。失败是成功之母，成功也是失败之母。

最后，我们又要从终点返回起点。其实这本书只有一句话：周期永远在。我们投资失败，往往因为觉得“这次不一样”，其实后来才发现，这次还一样，周期永远在。做投资，你可以什么都不相信，但你必须相信周期。只要有人在，就有周期。正如马克·吐温的那句名言：历史不会重演细节，过程却会重复相似。

感谢汇添富基金管理股份有限公司张晖总经理、李文董事长、雷继明副总经理、娄焱副总经理、营销管理部童彬总监多年来对我工作的支持和帮助。

感谢我妻子徐晓杰的付出，让我有更多的时间和精力翻译。感谢我女儿刘林菲经常敦促我的翻译进度，这才让我三个月就完成了翻译。

个人能力有限，这次翻译时间也很紧张，错漏之处请各位多多指正。我衷心希望你和我一样喜欢这本书，我认为这是一本难得一见又十分有用的讲周期的好书！

刘建位
2019年1月15日于上海

# 序言

八年前，我写了第一本书《投资最重要的事》，主题是投资人应该最关注什么事情。在那本书里，我提到“投资最重要的事是要关注周期”。可是，事实上，这个标签“最重要的事”，我也同样用在其他19件事上。结果，20件事每件都是最重要的事。其实在投资上根本没有所谓单独一件最重要的事。我在《投资最重要的事》中一共讨论了20件事，其实每件事都是投资最重要的事，投资人想要成功，一个也不能少。

文斯·隆巴迪——美国绿湾包装工橄榄球队传奇教练——说过的一句话很有名：“赢，并非一切，而是唯一。”我一直搞不清楚隆巴迪这句话到底是什么意思，但是有一点毫无疑问，隆巴迪认为赢是最重要的事。同样，我不能说，理解周期就是投资的一切，也不能说投资是唯一重要的事，但是我可以说，在把所有投资最重要的事列成一张清单，并按照重要性排名时，理解周期这件事肯定名列前茅。

做投资管理50多年，我认识不少卓越投资人，他们对周期特别有感觉，能觉察到周期大致的走势，以及现在我们处在当前周期的什么位置。对周期有感觉，能让他们比别人更好地预判周期的下一波走势，并相应做好组合投资布局以稳妥应对，自然地，他们的投资业绩做得就会特别好。选时选得好，投资工具用得好，负责投资操作的人又做得好，天时、地利、人和，是投资成功最主要的三大因素。我创立的橡树资本管理公司之所以能够投资成功，绝大部分原因基于此。

鉴于此，我决定在《投资最重要的事》之后，专门写一本书来探讨周期这件投资最重要的事，这是第一个原因。第二个原因是我发现在周期波动里，有些事让我特别着迷。第三个原因源于客户问我最多的一个问题——我们现在处于周期的什么阶段。第四个原因是专门探讨周期本质的书特别少。所以，我写了这本书专门探讨周期，希望对大家有用。



在我们周围的世界，有些模式和事件一再重复发生，很有规律，影响着我们的行为和生活。冬天比夏天更冷，下雪更多；白天比夜晚更亮。因此，我们会把滑雪度假安排在冬天，把航海度假安排在夏天；我们白天工作和娱乐，晚上睡觉。夜幕降临，我们会开灯；上床睡觉，我们会关灯。冬天我们穿上温暖的厚外套，夏天我们则换上薄泳衣。尽管有些人为了追求刺激，会在冬天到大海里冬泳，有些人选择上夜班，以便把白天空出来做自由安排，但是绝大多数人都遵循大自然四季交替的规律，遵循人体昼夜24

小时的生理规律来安排生活和工作，这能让我们每天过得更加轻松舒适。

我们人类有能力认识和理解周期模式，这让我们做决策更容易，而且收益更多，损失更少。特别重要的是，知识就是力量，我们掌握了这些重复发生的模式方面的知识，以后在碰到这些事情时，我们做决策就会非常省事了，只要依葫芦画瓢就行了，不用每次都要从零开始再折腾一番。我们知道飓风大多集中在9月，所以每年9月的时候，我们就避免去加勒比海。纽约冬天天气很冷，所以纽约人冬天会去迈阿密市或者菲尼克斯市度假，因为此时那里的气候温暖舒适。我们熟知一年四季气温变化的规律，就再也不用在1月的每天清晨，重新想一遍今天屋外是冷还是热，自己究竟应该穿厚衣服还是薄衣服。

经济、企业、市场，和天地一样，也遵循一再重复的模式有规律地运行。有些重复发生的模式，大家一般称之为周期。促成经济周期、企业周期、市场周期形成的原因主要有三个：第一是自然发生的现象，更加重要的是第二个原因——人类心理的起起伏伏，第三是由前面两个因素所导致的人类行为。人类心理和人类行为在创造上述周期上所起的作用非常大，所以这些受人为因素影响很大的周期，比如经济周期、企业周期、市场周期，远远不像钟表和日历那样有规律，但是这些周期也是周期，有明显的波动，对于人类的某些行为来说，有些阶段是好时机，有些阶段是糟糕的。所以经济周期、企业周期、市场周期对投资人的影响极大。如果关注这些周期，我们就会先人一步，赚取更多收益。我们研究过去的经济周期、企业周期、市场周期，搞清楚这些周期的起源和重要影响，警惕周期下一波的走势，就能提前做好决策以妥善应对，就不用像重新发明轮子一样多费工夫了，不用每一次在面对投资环境变化的时候都要辛辛苦苦地从头研究，才能做出应对决策。看清周期，我们就能看清大势，就不太容易被那些纷乱的事件蒙蔽。知识就是力量，掌握这些重复发生的周期模式，能让我们的投资做得更好。

～～～

这就是本书要告诉大家的投资最重要的事，我们一定要关注周期，也许我应该这样说："倾听周期"。依据词典网（dictionary.com）的解释，倾听（listen）这个词有两个义项，二者紧密相关，但又有差别。倾听的第一个义项是用耳朵听，"为了听清楚而把耳朵贴近"。倾听的第二个义项是用心倾听，"留心"。倾听的这两个义项，都和我所说的"倾听周期"的意思相关。

为了合理地布局投资组合，应对投资环境的下一步变化，以及投资环境变化所引发的未来市场的走势变化，投资人必须时时保持注意力高度集中。事件面前人人平等，在同一个投资环境里进行投资操作，一旦有事情发

生，每个人都能倾听到。每个人都是用耳倾听的，但是每个人用心倾听的程度差别很大，人们关注事件的程度不同，理解事件的程度也会存在很大差异，因此人们认知事件的潜在影响的程度也差别很大。

不是每个人都是同样用心倾听的。“用心倾听”，我用这个词的意思是“内心听从，牢记在心，遵循指引，用心去做”。换句话说，“吸取教训，信守奉行。”为了更好地表达“用心倾听”这个意思，我可以列举一些反义词，也许这样会使人更明白下列这些词的意思：忽视、忽略、轻视、无视、藐视、疏忽、不关注、不注意、不在乎、不考虑、不理不睬、装聋作哑、放弃、躲避、否认、拒绝。不管怎么说，有一点始终都不变，投资人若不用心关注自己现在所处的周期位置，后果肯定很严重，损失一定很惨重。

为了从本书中受益最大，让自己在应对周期这件投资最重要的事上做得最好，投资人必须学习识别周期，评估周期，搞清楚周期的含义，依照周期所指示的方向行动。投资人如果能够如此用心倾听，那么周期便不再是狂野的力量，无法被控制，肆虐横行，造成严重破坏，而是变成你可以理解的现象，而且你可以利用它来获得投资优势，让它成为你能够挖掘的矿藏，从而让你的投资业绩大幅领先。我希望本书能够帮你化混沌为周期，化周期为知识，化知识为力量，化力量为业绩。

～～～

要掌握长赢投资哲学，必须综合很多基本要素，缺一不可：

第一，分析技能是基础。要培养你的分析技能，包括财务、金融、经济分析技能，这些基本分析技能是投资长赢的基础，而且都是必需的，但只有这些，还远远不够。

第二，市场观很重要。明白市场如何运作非常重要。开始投资之前，你必须先树立良好的市场观，但是不仅如此，你在开始投资之后，随着投资经验不断积累，你的市场观也要相应地增补、质疑、精进、重塑。

第三，大量阅读，多学习。你最初的投资观点，有些来自你阅读的东西，所以阅读是你构建投资观的重要基石之一，不可或缺。在投资过程中，你还要继续坚持阅读，不断地接受你所发现的有益的新观点，不断地抛弃你所发现的无益的旧观点，这样才能帮助自己不断提高投资策略的有效性。关于阅读，有一点很重要，不要只读和投资相关的书，要多读和投资无关的书。传奇投资人查理·芒格经常说：广泛阅读大有裨益；广泛阅读能让人拓宽眼界，学习了解除投资之外其他领域的历史和过程，大大丰富你的投资武器库，增加很多有效的分析方法和决策方法。

第四，结交同行多交流。多和投资同行交流，能大大帮助你提升投资能力。这样做的好处之大，无法估量。因为投资本质上不是一门科学，所以你学习投资这条路永远没有终点，必须干到老学到老。而且投资永远有新东西，永远有新变化，所以没有一个人能成为投资学霸，独揽所有投资高见，每个人都有各自的投资高见。一个人可以孤独地做投资，但是我觉得，独自做投资，会让你错失很多好东西，不如多结交同行多交流，这样既能增长见识，又能增进友谊。

第五，投资经验最可贵。其他任何东西都无法真正替代你自己的亲身经历。每过一年，我对投资的看法就会有所不同。我所经历的每轮周期，都会教给我一些经验教训，让我能更好地应对下一轮周期。我觉得，投资是一个长期事业，投资是一辈子的事，我们任何时候都没有理由停下来，故步自封，不思进取。

写书这件事，让我自己受益良多。以书搭桥，让我结识了很多良师益友，增长了我的投资见识，丰富了我的职业生涯。在此我向这些良师益友深表感谢：

第一，阅读大师名著，让我受益良多。这些大师包括彼得·伯恩斯坦、约翰·肯尼斯·加尔布雷斯、纳西姆·尼古拉斯·塔勒布、查理·埃利斯。

第二，引用高人高见，为我的书增光添彩。我写上一本书《投资最重要的事》和其他文章时，引用了很多高人的高见，本书会继续引用这些高人的高见。其中包括塞斯·卡拉曼、查理·芒格、沃伦·巴菲特、布鲁斯·纽伯格、迈克尔·米尔肯、雅各布·罗斯柴尔德、托德·康布思、罗杰·奥特曼、乔·格林布拉特、皮特·考夫曼、邓·卡斯。2013年，我和我妻子南希跟着孩子搬到纽约居住，这让我非常幸运地又认识了另外三位高人：奥斯卡·谢弗、吉姆·蒂施、阿吉特·杰恩。这些高人看待事物，都有自己一套独特的方式。通过向他们学习，我大大增长了见识。

第三，我要感谢我最重要的合作伙伴，也是我们橡树资本的共同创始人布鲁斯·卡什、谢尔登·斯通、理查德·马森、拉里·基尔。让我深感荣幸的是，他们同意采用我的投资哲学作为橡树资本的投资方法之本，并在实践中巧妙地加以应用（这才让我的投资哲学得到外界的认可和好评），在过去合作的30多年里，他们帮助我不断地提升和完善我的投资哲学。后面的内容我会对此进行详述，我和布鲁斯·卡什经常交换看法，互相支持，合作30多年来，可以说我们天天如此。正是共同经历了思想的相互碰撞，特别是在那些困难的日子里的交流，才形成了本书中所提出的周期分析方法。

我还要感谢其他朋友，他们为我创作本书提供了很大帮助：优秀的编辑里克·沃尔夫，他才华横溢；经纪人吉姆·莱文，他人脉很广，资源很多，正

是他介绍我认识了编辑里克；我的好朋友卡伦·麦克·戈德史密斯，他推动我把书写得更加吸引人，并做了一次又一次的修订；我的资深助理卡洛琳·希尔德，为我的工作和写作提供了极大支持。我要特别感谢芝加哥大学布斯商学院的兰迪·克罗兹纳教授，他帮助我审阅了本书中有关经济周期和政府调节逆周期的几个章节。

~~~

由于知识会持续不断地增长，我们永远不可能掌握所有知识，所以我期待未来能够学到更多的知识。在投资的世界里，没有哪些知识会永远有效，因为投资环境总在变化，而投资人努力应对环境变化，这又导致环境进一步发生变化。因此，我希望将来我能知道我现在所不知道的知识，我也期待将来还可以通过写备忘录和写书来和大家分享我的新知。

作者说明：

1. 就像我写《投资最重要的事》一样，一开始我就要向各位女士坦诚地表示歉意，因为我一直用代表男性的“他”。没办法，这是习惯的力量，我从60多年前就开始写作了，我觉得自己更容易也更忍不住用“他”，而不是用“他或她”。交替使用“他”和“她”，我觉得很不自然。主语若是一个人，我也不喜欢用“他们”。在几十年的职业生涯中，我有幸和很多杰出的女士合作过，她们都知道，我非常尊重女士，看待女同事不会比那些男同事低一丝一毫。

2. 与我上一本书《投资最重要的事》一样，为了说明我的观点，本书也会一次又一次地引用我写给客户的那些投资备忘录。我从1990年就开始给客户写投资备忘录了，到现在写了快30年。我也会引用我第一本书《投资最重要的事》里的一些内容。我也可以重新写这些主题，但我可不愿意给自己找麻烦，因为根本没有必要重新发明轮子。相反，我会从我写的第一本书和投资备忘录里摘录一些关键段落。因为我觉得，这些段落已经把意思表达得非常清楚了。我希望我这样做，不会让读者失望，不会让他们觉得我是新作抄旧作，买新书看旧内容，钱花得不值。

为了更好地实现本书的目标，我偶尔会微调这些被引用的段落，有时加几个字，有时删几个字，有时调换顺序，以和原文不同的方式进行呈现。因为这些被引用的段落，都是我自己写的东西，所以我觉得就不用每次引用都加注释了。但是我要说明一下，我做的这些小小的修改，只是为了让这些我过去写的东西更有助于表达我在本书中的观点，我绝对不会改变这些段落原来的意思，也会用我现在更深刻的见解使它们显得更加正确。
~~~

3.和我上一本书《投资最重要的事》一样，本书也是只讲了一个主题。上一本书讲的主题是投资，本书讲的主题是周期，这两个主题有相同的特点，它们都非常复杂，涉及很多相互交织的因素，很难清楚地将它们划分为不同的章节。其中有些因素，很多章节都会涉及，所以你可能会发现书中有些地方重复引用，其中有的是重复引用别人写的东西，有的是重复引用我自己之前写的书和投资备忘录中的内容。没办法，我实在忍不住才会再次引用它们。

4. 请注意，当我谈到“投资”的时候，我会假定投资人是在买入，在持有，或者用投资的行话说“看多”，即投资人预期某些资产的价格将来会上涨。与此相反的投资行为是“卖空”，就是卖掉某些自己手上并不持有的证券，并希望这些证券的价格将来会下跌。投资人并不总是看多，但是在大多数情况下都是看多的人更多。那些卖空股票的人，或者“静卖空”的人（静卖空是指卖空股票仓位市值超过其持股仓位市值），在投资人整体中所占的比例极小。也就是说，在本书里，我的目标读者，是那些正在投资买入和正在持有某些资产的投资人，因为他们预期这些资产的价格将来会上涨，我的目标读者不是那些预期某些资产的价格将来会下跌而卖空这些资产的人。

5.最后我要说的是，我一开始以为本书只谈周期，结果写着写着，我产生了一些其他想法，它们都是关于很多其他主题的，比如资产选择、“抓住跌落的小刀”。我没有删去这些与周期无关的内容，而是将它们纳入本书。我希望你在读到这些无关周期的内容时也会感到高兴，你可以转个小弯，稍事休息，可能会有意外收获。

# 01
# 为什么投资要研究周期？

> 我们在周期上所处的位置发生变化，我们的赢面就会变化。如果不能相应地改变我们的投资占位，我们面对周期就会消极被动。换句话说，我们忽视了主动调整以改变胜率的机会。但是我们如果既懂周期又会利用，就可以顺应周期的趋势把投资做得更好：当赢面对我们更有利时，我们可以增加赌注，投入更多资金买入资产，提高组合的进攻性；相反，当赢面对我们不利的时候，我们可以退出市场，把钱从赌桌上拿回来，增强组合的防守性。

投资这件事，其实就是做好准备应对未来。我们可以很简单地定义投资人的任务：今天我们安排布置好投资组合，我们希望接下来几年发生的事情会让我们获利。

对于专业投资人来说，要成功，就要做好这件事，而且比一般投资人做得更好，体现在业绩跑赢指定市场基准，即由所有投资人行为决定的市场平均业绩水平。但是要想成功跑赢市场，这个挑战可不小：要取得市场平均业绩非常容易，但是要超越市场平均业绩却非常困难。

我的投资哲学最重要的基本因素之一是，我坚信，我们根本无法知道未来“宏观面”会如何，比如未来经济、市场、地缘政治情况。更准确的说法是，总体而言，极少有人对未来宏观面比其他人知道得更多。因为要想比别人更好地预测未来，我们就需要：有质量更好的数据；对手中的数据分析得更好；知道基于数据分析应该采取哪些更有效的行动；意志坚定，能把计划付诸行动。只有我们知道得比别人更多，我们的预测才能够比别人做得更好，才能让我们的投资业绩比别人的更好。

简单地说，要是我们得到的信息和别人一样多，分析信息的方式和别人一样，得到的分析结论和别人一样，按照这些结论所采取的行动也和别人一样，那么我们凭什么期望自己最后的投资业绩比别人更好呢？在宏观面分析和预测上持续超越其他人，这是非常困难的。

所以，我个人认为，下很多功夫预测未来的宏观面，不可能帮助投资人取得优异或出众的业绩。靠宏观面预测战胜市场而闻名的投资人极少。

沃伦·巴菲特告诉过我，他期望得到的信息要符合两个标准：一是重要，二是可知。尽管“每个人都知道”，最近这些年来，宏观面变化成为决定市场业绩表现的最主要因素，但是“宏观面投资人”的整体业绩水平很一般，一点儿也不引人注目。这并不是说宏观面不重要，而是表明只有极少数人能够精通宏观预测。对于绝大多数人来说，宏观面可以说是不可知的（或者在很大程度上是不可知的，因而不足以让投资人持续跑赢市场）。

因此我根本不理会那些宏观预测，因为绝大多数投资人不可能靠宏观面预测获得成功，我可以百分之百地确定我也属于其中之一。既然宏观面预测不靠谱，在其他方面我们能做些什么？抛开很多细节和细微差别，大体来看，我认为在三大方面如果投入时间分析研究，我们就会收获最多：

第一，基本面。基本面包括行业基本面、公司基本面、证券基本面。我称这些基本面是“可知的”，你要努力比别人知道得更多。

第二，市场面。你要训练自己，严守纪律，支付的买入价格要合理，和上述行业、公司及证券的基本面相匹配。

第三，组合面。你要理解我们现在所处的投资环境，以决定我们的投资组合的战略布局适应投资环境。

关于基本面和市场面这两块儿，已经有很多分析了。以下因素合在一起，构成了我们熟悉的“证券分析”和“价值投资”的关键因素：判断某资产未来能够产生多少业绩回报，通常是用每股收益或每股现金流来衡量，然后基于这些未来业绩预测来估算这项资产现在的价值。

价值投资人做的是什么？他们努力利用“价格”与“价值”之间的不匹配来获利。要把这件事做成功，价值投资人需要先做以下三步：

第一步，评估价值。量化评估某资产的内在价值现在是多少，以及它将来随着时间推移会如何变化。

第二步，评估价格。比较分析这项资产现在的市场价格过高还是过低，比较的基准是这项资产的内在价值和历史价格、其他同类资产的价格，以及所有资产整体的“理论公允”价格。

第三步，构建组合。这些价值投资人利用以上评估价值和评估价格的信息来构建投资组合。在大多数时候，他们组合的近期目标是持有最能创造价值的资产，这些资产拥有最大的价格上涨潜力，或者拥有最佳的上涨潜力和下行风险比。你也许会说，构建投资组合、选择资产，也没什么复杂的，无非就是识别出那些价值最高的资产，选择市场价格相对其内在价值

被严重低估的资产。整体而言，长期来看这基本上是对的。但是我认为，在构建组合的整个过程中，加入另外一个因素，会让你获利更多，那就是针对接下来几年内市场可能发生的事件，做好相应的投资组合布局。

在我看来，在某具体的时点上，要优化投资组合布局，最有效的方式是要决定在进攻和防守之间保持什么样的平衡比例。我相信，攻守平衡应该与时俱进，以应对投资环境的整体变化，以及投资环境中的很多因素在其周期中所处位置的变化。

> 关键在于“校准”。你的投资规模，你在不同机会上的资本配置比例，你持有资产的风险，所有这些都应该校准，你将一个从进攻到防守的连续体作为标尺来校准……当得到价值的价格相当便宜时，我们应该积极进攻；当得到价值的价格比较昂贵时，我们应该后退防守。
>
> 《历史还在不断重演》，2017年9月投资备忘录

校准你的投资组合布局，分析周期，因时而变，与时俱进，是本书所讲的最主要的内容。

～～～

为什么要研究周期？要搞清楚其中的原因，我们需要抓住几个关键词。其中一个关键词是“趋势”。

如果影响投资的因素是有规律的，而且是可预测的，例如宏观预测，那么我们可以很有把握地说某事“将会发生”。事实上它们根本没有规律可循，但这并不意味着我们不要思考未来了。相反，我们可以讲，有些事情将来可能会发生，或者有些事情应该会发生，或者有些事情有多大可能性会发生。这些事情就是我所说的“趋势”。

在投资界，我们一直不停地讲风险，但是投资界一直未能达成共识的是，风险到底是什么，风险对投资人的行为意味着什么。一些人认为，风险是亏钱的可能性，而另外一些人（包括很多金融学者）认为，风险是资产价格或者收益的波动性。风险的定义非常多，多到我在这里都无法一一列举。

我个人非常倾向于上述第一种对风险的定义：依我看来，风险主要是资本永久损失的可能性。但是也存在另外一种风险——机会风险，即错失潜在盈利的可能性。把上述两种对风险的定义合二为一，我们可以看到，风险就是事情发展不如人愿的可能性。

风险的起源是什么？我们来听听彼得·伯恩斯坦的看法。他是我最喜欢的投资哲学家，他创办了一份投资杂志《经济和组合投资策略》。他在2007年6月那一期的刊物上这样写道：

> 从本质上讲，风险就是我们并不知道将来会发生什么事……我们每时每刻都在步入未知的世界。将来可能会出现一系列结果，它们构成一个区间范围，但是我们并不知道实际发生的结果会落在这个区间的哪个点上，甚至在通常情况下我们也不知道那个区间的范围有多大。

在后面的内容中我会提到我个人对风险的一些看法（这些看法高度概括，是我在2015年6月写的投资备忘录《重新再谈风险》中对风险的长篇分析），这些看法直接以彼得·伯恩斯坦的看法为起点，并进行深入思考拓展而来。我的这些思考也许可以帮助你理解风险和应对风险。

伦敦商学院的退休教授埃尔罗伊·迪姆松说："风险意味着，可能发生的事情比将会发生的事情多。"对于经济界、企业界、市场中的每个事件来说，如果只有一件事情会发生——这件事情只有一个结果——这件事情可以被预测，那么当然，其中根本不会存在不确定性，也不会存在风险。如果未来根本不存在不确定性，那么从理论上来讲我们可以精确地知道，我们应该如何布局投资组合以避免损失和获得最大收益。但是在现实生活和投资中，事物发展可能会出现很多不同的结果，所以不确定性和风险根本无法避免。

基于以上讨论得出的结论是，未来不应该被看作一个固定的结果——它注定会发生，完全能被预测。我们应该把未来看作一系列由概率构成的区间，这些概率最好能基于各个事件所发生的可能性进行分析判断，从而把未来看作一个概率分布。概率分布反映了一个人对未来趋势的看法。

投资人或者任何想要成功应对未来的人，必须具备进行概率分布分析的能力——未来要么是清清楚楚的，要么是有些模糊的。你概率分布分析做得好，非常有助于确定合适的行动路线图。但是有一点很关键，你要牢记在心，即使我们知道未来可能发生什么，但是这并不意味着我们会准确地知道未来会发生什么。

关于一个特定问题的众多结果，也许从长期来看它们符合概率分布，但是单一事件的结果会有很大的不确定性。概率分布中包含的任何一种结果都可能发生，尽管其发生的概率有所不同，因为最终发生的那个结果，要经历一个在众多可能发生的结果之间进行选择的过程，影响这个选择过程的因素，不仅是各种结果的不同优势，而且还有随机性。把迪姆松的话反过

来说就是，尽管有很多事可能会发生，但是只有一件事会发生。我们也许知道“平均而言”将会发生什么事，但是这与后来实际发生的事也许根本无关。

我自己是这样想的，投资成功就像中大奖，这就好像从彩票箱（可能出现的结果的完整区间范围）中抽到一张彩票（最终发生的结果）。每种情况都是从很多可能出现的结果中选择某结果，这可能是十里挑一、百里挑一，甚至千里挑一、万里挑一。

卓越投资人比一般投资人强在哪里？卓越投资人的感觉更好，更能想象出抽奖箱里大概有哪些彩票，因此他们更能判断花钱买彩票参加抽奖值不值。换句话说，卓越投资人，其实和其他所有投资人一样，都不知道未来究竟会怎样，但是，卓越投资人对未来趋势的理解明显超过一般投资人。

顺便说句题外话，我想在这里多谈一些个人想法。大多数人觉得，应对未来的办法就是对未来会发生什么形成自己的预测，也许是利用一个概率分布。我认为事实上要应对未来，我们必须做到两点，并不是一点。我们除了要对未来所发生的事情形成自己的预判外，还要估量自己这个预判有多大可能性被证明是正确的。有些事情，我们在预测时对自己的信心很大（例如，我们预测某信用评级为投资级别的债券是否会按约支付利息）；有些事情，我们在预测时无法确定（比如，亚马逊十年后会不会继续是在线零售领域的领导者）；有些事情，我们是完全不可预知的（比如，下个月股票市场会涨还是会跌）。我这里要说的是，并不是所有的预测都有相同的正确可能性，因此我们并不能同等地信赖所有预测。我认为，大多数人并没有认识到这一点，尽管他们本来应该了解这一点。

~~~

前面所说的卓越投资人，对他们我们有更合适的描述：卓越投资人能够洞察未来趋势，因而能够提前布局，提高胜算。

打个比方，一个罐子里面装着100个球，有些是黑球，有些是白球。一个人从罐子里拿出来一个球，你猜它会是什么颜色？

- 你如果根本不知道罐子里的100个球，其中有多少个是黑球，有多少个是白球，就去猜被拿出来的球的颜色，你只能是纯粹瞎猜。与此类似，假如你知道这个罐子里的100个球中有50个是黑球、50个是白球，那么，一个人从罐子里拿出一个球，无论你猜它是黑球还是白球，其实赢面都一样，但是，这也意味着你赢和输的概率都不会超过50%。你这样去和别人打赌会很傻，除非你得到的赔率至少是50%，
~~~

而且你还能够避免支付入场费（在投资上它相当于佣金或者买卖价差）。当黑球和白球的赢面大小相等时，你押注哪个都不会赚到很多钱，除非你的运气特别好，但是运气这事可靠不住。对罐子里黑球和白球的数量，你知道得并不比别人多，所以这样押注赚钱，的确不靠谱。

• 但是，如果你对罐子里黑球和白球各自的数量特别清楚，那么你的赢面又会如何？比如你知道罐子里的100个球，其中70个是黑球，30个是白球，这就会让你赢的概率大大超过输的概率。如果你赌10美元拿出来的球是黑球，有别人和你对赌，并且支付相同的赔率，那么你有70%的概率能够赚到10美元，有30%的概率你会输掉10美元。假如你连续赌上10次，7赢3输，那么你的期望盈利能有40美元。（请注意这只是大量试验的平均结果，但是短期结果由于受随机性的影响，可能会大幅偏离平均结果。）

• 当然，你的对手之所以愿意给你赌黑球和白球同样50%的赔率，是因为有两个前提条件：一是他不知道罐子里100个球中有70个是黑球，30个是白球；二是他不知道你知道这个信息。如果你知道的情况你的对家也知道了，那么他会给你30%的赔率来赌黑球出现，这样，你又赚不到钱了。

• 换句话说，要在这场对赌游戏中赢多、输少，你就必须在知识上有优势，你要比对手知道得更多。这正是卓越投资人的优势所在：卓越投资人对未来的趋势比一般投资人知道得更多。

• 但是有一点很重要，你一定要牢记我前面说过的一句话：你即使知道概率，也就是说，你即使对未来的趋势有卓越的见识，也还是不知道未来究竟会发生什么。你即使知道罐子里100个球中的黑球和白球的比例是7：3，也还是不知道下一个由其他人拿出来的球会是什么颜色。毫无疑问，黑球被拿出来的可能性大于白球被拿出来的可能性，但是还会有30%的概率被拿出来的是白球。由于罐子里既有黑球也有白球，特别是在拿球时选中黑球还是白球会受到随机性和外部力量的影响，所以最终结果我们根本无法百分之百地确定。

• 尽管有以上所说的这些不确定性，但是你要评估这个赌局是否值得下注，并不需要百分之百地确定。对未来趋势，你知道得比别人更多，即占有知识优势，就足以让你取得长期投资成功。

~~~
~~~

以上所讲的是理解周期能带给我们的好处。一般投资人对周期并不了解：

- 一般投资人并不完全理解周期的特点和周期的重要性。
- 一般投资人投资经验很浅，没有亲身经历很多轮周期的经验。
- 一般投资人没有仔细读过金融史，因此没有从过去那些周期中学到经验教训。
- 一般投资人把环境主要看作一系列孤立的事件，而没有注意到重复发生的模式及其背后的原因。
- 最重要的是，一般投资人不明白周期的重要意义，以及周期能够暗示他们应该如何行动。

卓越投资人十分关注周期。他们会留意过去的模式是不是会重复发生，保有一种“周期感”，大致判断出我们现在所处的重要周期的类型和位置，而且知道周期信息所传达的含义以及自己应该如何采取行动。

- 我们现在接近某周期上行阶段的开始，还是处于这个周期上行阶段的尾声？
- 如果某周期已经上涨了一段时间，那么这个周期是不是已经上涨得太久了，由此导致我们现在处于顶部即将由涨转跌的危险区域？
- 投资人的行为是不是表明他们正在遭受恐惧或贪婪情绪的影响？
- 看起来，投资人的行为是合理地回避风险，还是愚蠢地容忍风险（承受风险）？
- 市场过热（而且市价过高）或者市场过冷（而且市价过低），是由最近的周期性波动引起的吗？
- 综合考虑以上因素，我们现在所处周期的位置，是不是意味着我们应该加强防守或者加强进攻？

留心这些因素让卓越投资人占据优势，使他们能够赢钱多，输钱少。他们明白趋势，也可以说是赔率，因此有些事他们能知道，而其他人并不知道，这就好像他们知道装在罐子里的黑球和白球的比例。他们能感觉到赢

的机会是否大于输的机会，因此他们能够在自己赢面大的时候多投资，而在自己赢面不大的时候少投资。重要的是，他们评判的依据，都是基于当前所观察到的情况。观察分析现在，能告诉我们如何做好准备应对未来，而这并不要求我们能准确地预测未来。对此我在后面的章节中会详述。

记住我们所处周期的位置，它会深刻影响我们的获胜机会。正如你在后面的章节中会看到的那样，以下情况会给你带来改善投资收益的机会：

- 经济和企业盈利更有可能向上摆动，而不是向下摆动。
- 投资人的内心是清醒冷静的，而不是乐观看涨的。
- 投资人关注风险，最好是过度关注风险。
- 市场价格没有上涨得太高。

有些周期符合上述所有情况（甚至更多），而且我们知道自己所处的周期的位置，这些能够帮助我们提高胜算。简而言之，事情按照周期运动变化，让支配未来事件的概率分布重新复位。也许，我应该用投资收益走势图来描述，这会更清楚：

我们所处的周期的位置是中性的（见图1–1），因而预期收益属于“常态”。

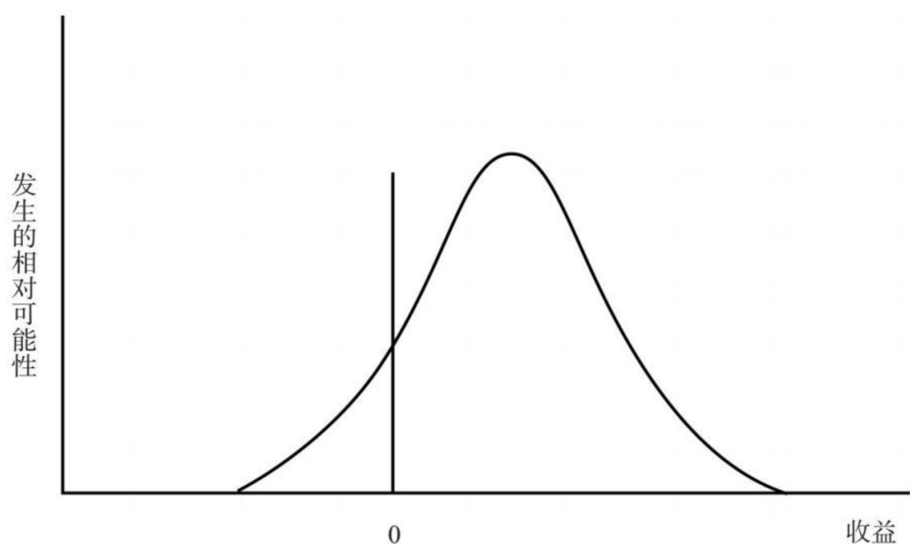



**图1–1** 处于周期中性位置

如果我们所处的周期的位置是有利的，那么概率分布会右移，未来收益预期会倾斜，这对我们有利。我们处于周期的有利位置（见图1–2），赚钱的可能性更大，而遭受损失的可能性更小。

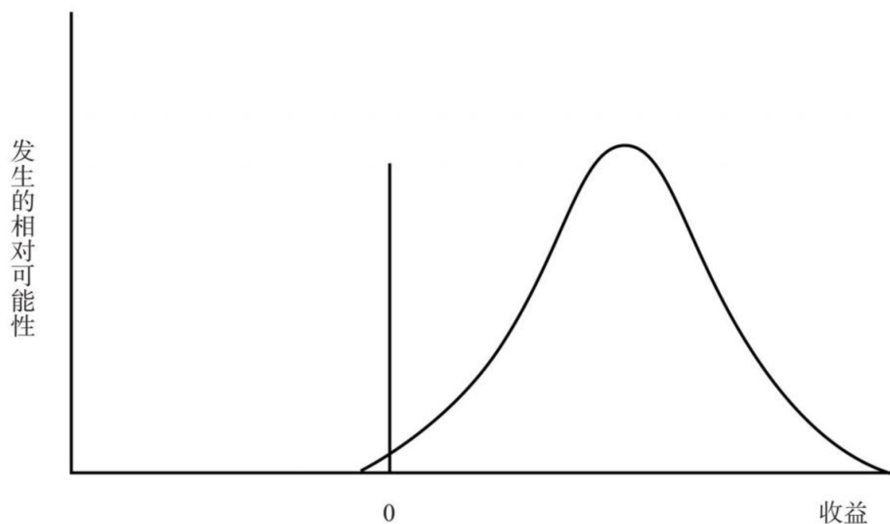


图1–2 处于周期有利位置

但是如果我们正处于周期危险的顶部位置（见图1–3），那么赔率对我们不利，这可能引起对我们不利的事情，也自然会让我们赚钱的机会变小，亏损的机会变大。

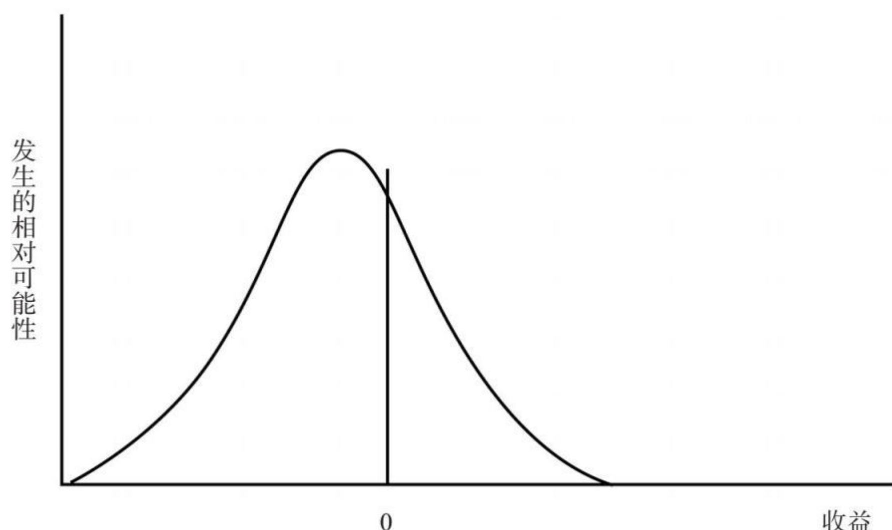



图1–3 处于周期危险顶部位置

如果我们只是处于单独一个周期中，那么当我们所处的位置发生变化，同样的情形也会出现。例如，不考虑经济周期和企业盈利周期的未来走势（也就是像那些学者所说的“其他条件相同”），当其他投资人都感到沮丧和恐惧时（这会压低资产的价格），我们未来的收益会增多；而当其他投资人都兴奋和贪婪时（这会推高资产的价格），我们未来的收益会减少。

我们在周期上所处的位置发生变化，我们的赢面就会变化。如果不能相应地改变我们的投资占位，我们面对周期就会消极被动。换句话说，我们忽视了主动调整以改变胜率的机会。但是我们如果既懂周期又会利用，就可以顺应周期的趋势把投资做得更好：当赢面对我们更有利时，我们可以增加赌注，投入更多资金买入资产，提高组合的进攻性；相反，当赢面对我们不利的时候，我们可以退出市场，把钱从赌桌上拿回来，增强组合的防守性。

懂周期的学生和其他那些不懂周期的人一样，并不知道未来实际会发生什

么。就像前文所讲的猜球游戏，尽管其中的那些聪明人清楚地知道罐子里黑球和白球各自的数量，但是所有人都不知道从罐子中拿出来的球会是什么颜色。对哪种情况出现的概率大，二者在知识上都有优势。懂周期的学生懂得很多关于周期的知识，也清楚地知道自己现在所处周期的位置，这能大大帮助他们占有优势。有了这种优势，他们的业绩才能跑赢市场。选球的人如果知道罐子里黑球和白球的比例是7：3，在和别人对赌时就具有优势。懂周期的投资人，比其他不懂的人更加清楚现在所处周期的位置，所以在和大部分不懂周期的人做投资交易时，他们就占据了优势。这本研究周期的书，目的就是帮助你成为一个更懂周期的投资人。

为了帮助你更懂周期，我会描述很多周期过程，这些过程都是我在投资实践中所观察到的真实周期情况。这些周期波动或震荡的幅度看起来特别极端，事实上也确实如此，我从过去50多年的投资经验中精心挑选出来这些极端的周期，以证明我的观点。这些极端周期的案例，可能会给你这样的印象，好像我们讨论事件时有意把时间压缩了，让你觉得它们进展得很快，而事实并非如此。周期中的这些事件的过程，经历了数月甚至数年时间。但是这些周期的案例本身是真实的，我希望用这些周期的案例把我对周期的想法表达得更加清晰。

# 02
# 周期的特征

> 大多数人在思考周期时，都把周期看作一系列事件。而且大多数人都是这样理解周期的：这些事件是有规律地、一个接一个地发生的，通常遵循一个固定的顺序，一波上升，接着是一波下跌，后来又是新的一波上升。但是要完整理解周期，这还不够。在一个周期存续期间所发生的事件，不应该只是被看作一个事件接着一个事件发生，而应该被看作一个事件引发下一个事件。这对分析周期事件之间的因果关系非常重要。

我和橡树资本的客户见面，他们总会问我一些问题，想要搞清楚将来世界形势的变化，或者将来市场的走势。这些投资人想要知道这个周期或那个周期，以及我们现在所处周期的位置。此时，我总会拿出一叠纸，画一张周期图来辅助讨论。

我经常会画一条直线，从左边的低点到右边的高点，它相当于周期的中轴线，然后再画一条曲线，围绕那条直线上下波动，它相当于周期的走势线。直线和曲线合在一起，就是一个围绕中轴线上下波动的周期走势图（见图2–1）。

为了完成本书的写作任务，我开始收集整理资料，为此重新梳理了我在橡树资本的所有文件。结果我发现一大堆我和客户在讨论时随手画的图。我当时画这些图，是为了向客户描述几种不同的现象。每张图上都标有不同的注释，但是每张图都和一个值得讨论的周期有关。本书中的所有章节也是如此，基本上都是在讨论周期。

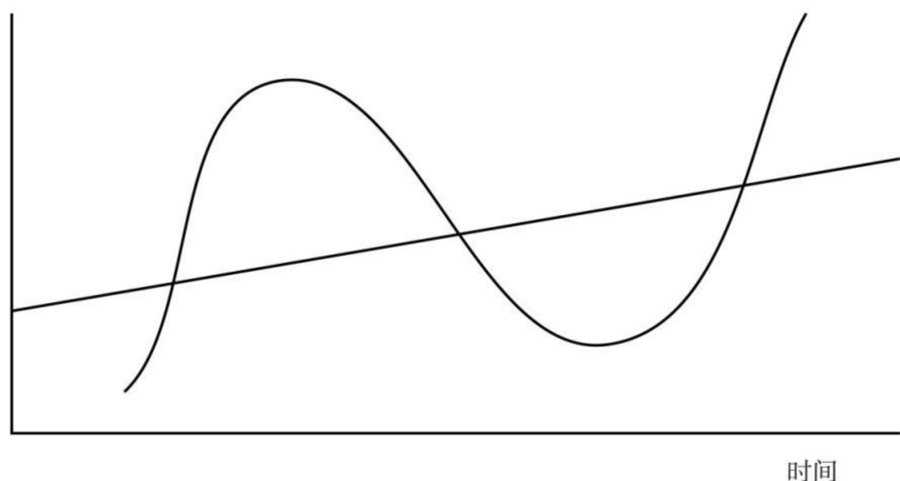



图2–1 周期走势图

在进一步深入讨论周期之前，我想要做一个说明，我在上一本书《投资最重要的事》中也提过这件事，我坦白承认，我会交替使用上下波动的“周期”和左右摆动的“钟摆”，并把它们作为标签来描述周期性现象。有些周期性现象我用“周期”这个标签来形容，而有些周期性现象我用“钟摆”来形容（详见第7章）。用钟摆形容的周期，通常和心理有关。谈到某具体的周期性现象，有时我会说这个现象像是一个周期，有时我又会说这个现象像是一个钟摆。但是，你要是逼问我，它到底是周期还是钟摆，我仔细思考后发现二者确实很难区分。我自己也说不清楚，为什么有的周期我要用这个标签，而不用那个标签，也许这只是一种感觉吧。

我个人倾向于将思考的事物形象化，所以，也许我可以用一幅图来描述周期和钟摆之间的联系。我在后文会用很长的篇幅进一步描述周期是围绕中心点（或者长期趋势）上下震荡的，钟摆是挂在中心点上的（或者标准），并围绕这个中心点左右摆动。但是如果你把钟摆反过来，钟摆就变成在悬挂点上方摆动。钟摆先在悬挂点下方摆动一次之后，你把钟摆反过来，并从左边拖到右边，这时钟摆又开始在悬挂点上方摆动一次，你会看到什么？这就是一个完整的周期。

周期和钟摆其实没有本质区别，我甚至承认，钟摆只不过是周期的某种特殊形式，或者它只是用来解释特定周期的特殊方式。我把某些现象称作周期，而把另外某些现象称作钟摆，我这样分开来说的缘由，我自己很清楚。我希望你读了本书之后，你也会明白。至少我希望，我交替运用周期和钟摆不会影响你理解本书所要表达的意思。

关键的一点是，投资人生活的这个世界，周期上下震荡，钟摆来回摆动。周期震荡，钟摆摆动，有很多形式，涉及很多种类的现象，但是它们背后的根本原因及其产生的模式有很多共同点，而且在一定程度上保持不变，甚至多年之后仍然如此。马克·吐温有一句话很有名，尽管并没有证据表明这句话确实是他说的："历史不会重演细节，过程却会重复相似。"[1]

不管马克·吐温有没有说过这句话，它都很精彩，概括了本书所讲的很多东西。周期有很多方面，比如原因及其细节、时间及其持续时间，它们都会变化，这一点虽然不同于历史，但是周期会呈现上涨和下跌（背后都有相似的原因），这种模式会永远重复出现，引起投资环境的变化，从而引发投资行为的变化。

我画的周期图都有中轴线，它构成了周期震荡的中心点。这个中轴线，有时会有一个基本方向，或者长期趋势（secular trend，按照《韦氏新大学词典》的解释，secular有永久的意思），即通常是向上不断增长。也就是说，随着时间推移，从长期来看，经济增长，企业盈利增长，基于此，股市上涨。如果这些发展变化是科学的，或者是完全自然的物理过程，那么经济、企业、市场的发展轨迹会是一条向前的直线，而且增长速度保持稳定（至少在一段时间内如此）。但是我们都知道，历史根本不是直线前进的，所以经济、企业、市场将来也肯定不会是直线增长的。

事实上，经济、企业、市场的表现在短期内会受到多种因素影响，其中受到人为因素的影响特别大。人类并不是像自然因素和物理因素一样稳定，相反，人类行为随着时间变化而变化，这往往是因为人类"心理"方面的变化。周围环境变化，人类行为也肯定会随之变化……但是有时候，尽管环境没有发生变化，人类行为也会发生变化。

本书所讲的周期，主要是指事物围绕中心点或者长期趋势而上下波动。那些不懂周期的人因为这种波动总是出乎意料而十分苦恼。更糟糕的是，他们不知道其实自己也参与了周期波动，甚至助长了这种周期性波动。但是，正如我在前面所说的，对于那些能看懂周期、看清周期、利用周期的人来说，周期波动是好事，能带来投资获利的良机。

~~~

看看我画的这幅图（见图2–2），你只要看上几秒钟就会明白，周期性现象的运动过程，其实不难理解，你只要将它分成几个可以被识别的阶段就明白了：

复苏阶段（a）：从一个受到过度压制形成的底部极端点，或者"谷
~~~

底”，开始复苏，移向中心点，或者向均值回归。

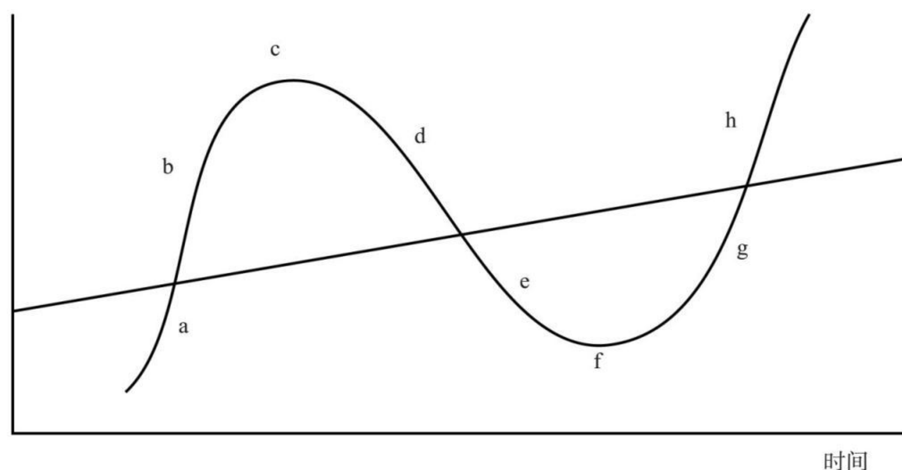



图2–2 周期性波动

上涨阶段（b）：继续摆动，经过中心点，冲向顶部的极端点，或者“顶峰”。

筑顶阶段（c）：形成一个顶峰。

反转阶段（d）：从顶峰开始反转，向下修正，移向中心点，或者向均值回归。

下跌阶段（e）：继续向下运动，经过中心点，而且继续移向一个新的谷底。

筑底阶段（f）：形成一个底部。

再次复苏阶段（g）：又一次开始复苏，从谷底开始反转，向中心点回归，即均值回归。

再次上涨阶段（h）：接下来，又一次持续震荡上行，经过中心点，而且移向另外一个新的顶峰。

有一点很重要，对于一个周期来说，尽管我们可以将它分成几个明显的阶段，但是我们不能说有一个明确的“起点”或“终点”。上面所说的每个阶

段，都可以被描述为代表一个周期的开始阶段，或者一个周期的结束阶段，或者二者之间的任何一个中间阶段。

把周期过分简单化的人会觉得，要界定一个周期从哪里开始，十分容易。但是那些资深投资人会发现，界定一个周期的起点极其困难。关于这个主题，我在投资备忘录《现在一切都很糟》（2007年9月）中讨论过：

> 亨利·基辛格曾经担任TCW公司的董事，那时我也在TCW公司工作。因为每年他都要来开几次董事会，所以我很荣幸每年都有几次机会亲耳聆听基辛格先生畅谈世界局势。有人问："基辛格先生，您可以解释一下昨天波斯尼亚所发生的事件吗？"基辛格先生回答道："哦，是这样的，这要从1722年讲起……"关键是，历史是一串连锁反应的事件，要想理解后来发生的事件，必须理解由一连串历史事件所形成的背景。

如果有人问我"我们是怎么走到现在的位置的"，或者问我"是什么导致价格涨到这么高，或者跌到这么低"，和基辛格先生一样，我要解释后来所发生的事件，就必须基于历史事件。但是，尽管这样说，为了解释后来所发生的事情，我们到底应该具体向前追溯多少年作为分析的起点，这可不容易确定。

经常有人问我"是什么原因导致周期开始"，或者问我"我们现在接近周期的尾声了吗"，我认为这些问题本身就有问题，因为周期永不停止，从来不会开始，也从来不会结束。更好的提问方式应该是，"是什么原因导致周期现在这一波上行阶段开始"，或者问"周期这波上行阶段从开始到现在持续多长时间了"，或者问"我们接近这波下行阶段的尾声了吗"。你甚至可以问，"我们现在接近这一波周期的尾声了吗"——只要你能够界定这一波周期是从一个峰顶到下一个峰顶，或者从一个谷底到下一个谷底。但是如果你没能界定周期其中一个波段的起点和终点，那么整个周期就无法被界定一个起点，我相信以后它也不会有一个终点，因为周期无始无终，永远波动震荡。

～～～

我前面说过，周期的波动起伏都围绕着中心点。周期的中心点——人们经常视其为长期趋势、常态、均值、平均值，或者称之为"中庸之道"——在某种程度上被认为这个水平是"正确且合适的"。周期若处于极端状态，大家会认为此时失常了或者过度了，通常周期会回归正常水平。一种事物处于周期性波动时，大部分时间不是高于均值，就是低于均值，最终在走到

极端后，又会反转向均值的方向回归，通常它都会符合这样的规律。从处于周期的极端最高点或者极端最低点，回到中心点，这一过程经常被称为“均值回归”。均值回归这种趋势很强大，也很有道理，在大多数行业都是如此。但是，当回顾前面我们所列出的周期各阶段时，你就会看到，周期模式通常包括两种方向相反的运动，既有均值回归，从非理性的极端点回归中心点（复苏、反转、再次复苏三个阶段），也有均值偏离，从理性的中心点移向非理性的极端（上涨、下跌、再次上涨三个阶段）。

合理的中心点，经常发出一种磁性般的吸引力，将其周围周期性摆动的事物，从极端拉回“常态”。但是事物回归中心点之后，却往往不会在此停留很长时间，而是继续摆动下去。正是这股力量，让事物从一个极端摆回中心点。这股力量会继续发挥作用，让其在到达中心点后，继续摆动下去，而且越摆越远，摆向另一个相反的极端。

这种周期模式十分可靠，我们要学会识别和接受，这一点非常重要。细节会变，比如摆动的时机、时长、力量、速度，以及这些细节背后的重要原因。这些周期的细节部分，可能都属于马克·吐温所说的“历史不会重演细节”。但是周期的细节背后的基本运动模式，往往非常相似。具体而言，每个周期的运动模式都是从高点或者低点摆回到中心点，但从来不会停留在中心点……不管这个中心点所处的位置多么“正确”或多么“合适”。周期会继续移动下去，经过中心点，移向另一个相反的极端，这种运动模式非常可靠。例如，股票市场从“过于低估”的水平回归到“公允定价”水平，之后，它却极少停在这里不动。通常是基本面改善和乐观程度上升，这两股力量合在一起，导致市场因受到压制而被过于低估的价格水平开始复苏，进而向均值回归。当这股力量拉动股价回归“公允定价”水平之后，还会继续拉动股价上升，到达过于高估的水平。周期波动并非必定如此，但通常如此。



周期经过中心点后会继续移动，偏离中心点。周期偏离中心点的程度越失常，越过度，就越有可能引发大混乱。周期如果向一个极端点摆动得越远，回摆的力度就可能越猛，造成的破坏可能越大，因为促使周期运行到顶部阶段的有效行为，在周期运行到其他阶段时，其效果就会变差，甚至会起反作用。

换句话说，随着周期从中心点向极端靠近，周期造成大混乱的潜力变大：经济增长“太快了”，企业盈利增长“太好了”，股价上涨“太高了”，其结果往往会是涨得越高，跌得越惨。股市小幅上涨之后，必有回撤，股市中幅上涨之后，必有回调。牛市之后，必有熊市。大泡沫之后，必有大崩盘。

～～～

周期波动震荡所围绕的中心点究竟是什么？我说过，中心点就是分布在长期趋势线上的一点。例如，一个国家的国民生产总值，过去几十年呈现出的长期趋势是年平均增长率为2%。但是其间，有些年增长快一些，有些年增长慢一些，有些年甚至是负增长。个别年份的表现，只是周期围绕长期趋势波动震荡过程的一部分。

重要的是，这个长期增长率本身也有一个周期，只是这个周期更长，更加平缓。你必须观察更长的时间，才能看出这个漫长的周期。例如，人类社会发展往往遵循一种上下波动的长周期模式，我们回想一下罗马帝国的历史。我们所说的短周期，其实就是围绕长期趋势的波动起伏。

行业周期也是如此，但是因为长周期要横跨几十年到几百年，而不是几个季度或者几年，所以长周期所需要的时间框架，比任何一名观察者的寿命都要长，所以我们活着的时候，很难发现自己所处的长周期，也就很难把这个长周期纳入决策分析的过程。

我在2009年1月写的投资备忘录《长期视野》中，探讨过这个主题：

> 有一个古老的故事，讲的是很久以前，印度有一群盲人走在路上，遇到了一头大象。每个盲人都走上前去摸大象，分别摸到大象身体上不同的部位，有的人摸到的是象牙，有的人摸到的是象腿，有的人摸到的是象尾，有的人摸到的是象耳，结果每个人都根据自己摸到的大象身体的那一小部分的形状，断定大象的整个身体就是这种形状。我们其实都像那些盲人一样，尽管对自己目睹的事件了解得相当清楚，但是每个人的所见其实极有限，我们很难综合众人所见，但只有进行综合分析，我们才能不只见树木不见森林，看清全貌。在未能看清整体之前，我们知道的只是自己所接触到的那一部分……所以，我们需要吸取一些重要的教训：第一，我们需要研究和记住发生过的那些事件；第二，我们要意识到事物的周期性。盲人摸到象腿，可能会误以为它是大树的树干，类似地，短视的投资人也许会觉得，股市这波上涨或者下跌会永远持续下去。其实这两种想法的错误非常相似，都是以偏概全。我们如果回顾市场几百年长期波动震荡的历史，就会明白长周期会重复相同的模式，也就能看清楚我们现在处于的长周期的位置。

～～～

现在是一个很好的时机，让我来讲解一个关于周期特征的最重要的观点。我们前面讲过，周期包括复苏、上涨、筑顶、反转、下跌、筑底、再复苏、再上升这些阶段，很多人都把这些阶段看作一系列事件。大多数人都认为，这些事件是一个接一个地按照固定不变的顺序发生的：先是一波上涨阶段，后面跟着一波下跌阶段，后面又是一波新的上涨阶段。

但是要完整理解周期，这还远远不够。在周期存续期间发生的这些事件，不应该只被看作一个事件接着一个事件地发生，而应该被看作一个事件引发下一个事件，因果关系远远重于先后顺序：

- 当事物如钟摆一般摆向一个极端时，这样的运动给自身带来了能量，并在摆动中把这些能量储存起来，令其重量持续增加。事物的重量越大，就越难大幅度摆动，这样摆幅会越来越小，很难离中心点更远，直到最终到达一个极端。

- 最终事物停止运动，沿着这个方向的摆动就到了尽头。一旦如此，其自身重量所产生的重力，会把它拉回到大趋势或者中心点。正是事物自身在先前中心点摆向极端的过程中所积蓄的能量，又让它向反方向摆回中心点。

- 随着我们关注的这个事物从一个极端摆动回归中心点，并在回归的过程中给予了自身动能，导致其摆回到中心点之后，并不会停留，而是继续摆动，只是摆向另一个相反的极端。

在经济世界或者投资世界里，一个周期包括一系列事件，正是通过这种方式，一个事件发生又引起下一个事件。前面描述过的周期三阶段，听起来像是一个物理性的周期，支配这个周期的是一股物理力量，比如重力、动能，但是在经济周期和投资周期的波动震荡中，最严重偏离基本趋势的点，以及偏离的时机、速度、幅度，大部分都是由参与者的心理波动所引发的。

如果你认同是人类心理因素而不是物理因素，是周期像钟摆一样摆动时的能量或动能的主要来源，那么上面所说的钟摆摆动的三大阶段，也能在很大程度上完美地解释投资周期中的摆动和波动，投资人应对这些周期波动有很大困难。在每一类周期中，先前的事件是如何引发后续的事件的，我对此所做的解读，构成了本书后续章节中最重要的内容。

按照这种事件因果相连的周期观，本书复盘了过去发生的几个重大周期事件以及它们的完整过程。如此复盘每个周期过程，目的是要让大家弄清楚

三点：过去引发每个事件的原因是什么，现在发生的事件对整个周期过程有什么意义，现在发生的事件如何影响后续事件。复盘这些周期的整个过程，可能会让你觉得有很多重复的地方，在有的周期中已经讲过的东西，我在后面的内容中还会不止一次地再讲（不过，我每次讲的是它们不同的方面）。但是，我详细复盘这些真实世界中曾发生的周期案例，是希望能够帮助读者弄懂周期，以及如何进行投资布局来应对周期。

~~~

有一点非常重要，你一定要注意这种因果关系：我所谈论的周期，包括一系列事件，每个事件都会引发后续的事件，前是因，后是果。但是同样重要的是，不同领域的周期都有一系列事件，从而导致不同领域形成不同的周期，一个领域的周期变化，又会影响其他领域的周期。因此，经济周期会影响企业盈利周期；企业盈利周期又会影响上市公司公告的盈利数据；上市公司公告的盈利周期又会影响投资人的态度；投资人的心态周期又会影响市场波动；市场波动周期又会影响获得信贷的松紧程度……而信贷周期又会影响经济、企业、市场。

周期性波动的事件，既受到内生因素变化的影响（包括此前发生的周期性事件），又会受到外生因素变化的影响（发生在其他领域的事件）。很多外生事件也是其他周期的组成部分，但是并不是所有事件都是如此。我们要理解周期事件之间的因果关系很不容易，但是这对我们理解和应对投资环境变化至关重要。

你一定要明白，尽管我后面所描述的周期是各自分开的、互不相关的，但是这远远不符合周期的真实情况。我会提供一个叙述流畅的故事，来描述每一种类型的周期独立运行的情况。我会给大家这样的印象，每个周期都有自己独特的生命旅程。我也会给大家这样一个印象，某类周期在一个特定方向的摆动会终止，然后另一类型的周期开始一波与其对应的摆动，或者前一类周期引发了另一类型的周期开始一波摆动。这也就是说，从顺序上看它们有先有后，但是它们各自独立，分别属于两个不同类型的周期。换句话说，我会分开来单独讨论每一个类型的周期……尽管事实上这些不同类型的周期并不是孤立地运行的。

我这样描述周期也许会让你觉得，不同的周期都是相互独立的、自给自足的。这也许听起来像是在周期A中发生的某事件，会影响周期B，而周期B又会影响周期C，而周期C也许会反过来影响周期A。这样说，也许给你的印象是，周期A影响周期B之后，周期A就暂停了，这时周期B开始对周期C产生影响。但是事实并不是这么一回事。

不同周期之间的相互交叉影响，并不像我描述得那么清清楚楚。不同的周
~~~

期会按照自己的模式运行，但是它们同时会持续不断地相互影响。我想努力梳理清楚我脑子里的各种思路，为此必须把这些思路分开，一个一个地单独处理，本书的内容就是这样组织起来的。但是我描述的这些周期行为与其他周期完全隔离、孤立运行，只是一种分析上的概念。实际上，这些周期现象经常乱成一团，彼此根本无法被完全分开。A周期影响B周期（和C周期），而B周期影响A周期（和C周期），而这三个周期又都影响D周期，D周期又反过来影响A、B、C周期。这些周期都是混乱交织在一起的。但是我们要思考这些周期，就必须条理清晰，只有这样，我们才能够清清楚楚地想明白这些周期以及它们的影响。

～～～

最后，也许可以用“杂记”作为标题，关于周期的特征，我想再多谈一些东西，这对你深入透彻地理解周期非常重要：（下面开始罗列的几条经验总结，来自我在2001年11月所写的投资备忘录《你不能预测，但你能预防》。）

- 周期是必然的，人根本无法避开周期。每隔一段时间，一波上涨持续很长一段时间，冲向一个极端的高点（或者一波下跌持续很长一段时间，跌向一个极端的低点），人们就开始说“这次不一样”。他们引用那些导致“老规则”过时的变化，包括地理政治变化、机构变化、科技变化、人的行为变化。但是后来的结果往往是，老规则仍然有效，周期重新开始。最终，树不会长到天上去，也极少有东西会跌到化为乌有。相反，大多数现象表明结果都是周期性的。

- 投资人记不住过去的事，进一步加强了周期的影响力。正如约翰·肯尼斯·加尔布雷斯所说的，“人的投资理财记忆时间极其短暂。”这让市场参与者无法识别这些周期模式一再发生的特征，因此周期是不可避免的。

- 同样或者非常相似的情景再现，有时距上一次发生才过了短短几年。新生代，他们通常很年轻，往往自信地宣称，这是卓越的、创新性的重大发现，它将会改变金融世界，甚至更广大的经济世界。在人类积极努力地不断进步的领域里，极少有像金融领域这样，历史所占的分量简直无足轻重。过去的经验，其实就是记忆的一部分，却被年轻人鄙视为那些老顽固的避难所，因为那些老古董没有见识，欣赏不了现代金融世界不可思议的伟大奇迹（投资备忘录《金融投资幸福感简史》，1990年）。

- 周期能回调进行自我修正，周期运行方向反转并非完全取决于外部

因素。周期反转（不是沿着原来的方向持续下去），是因为内部因素：趋势给自身创造了反转的理由。因此我经常说，成功本身孕育了失败的种子，失败本身也孕育了成功的种子。我们经常说，失败是成功之母，成功也是失败之母。

• 其实，从客观的数据来看，周期的上行阶段和下行阶段相当对称。但是，人是有感情的动物，总感觉周期并不是那么对称。负面的价格波动，就是下跌，经常被称为“波动性”。正面的价格波动，就是上涨，经常被称为“盈利”。暴跌崩盘的市场，被称为“恐慌性抛售”，而暴涨经常会有更好听的描述方式（但是我认为暴涨最好被看作“恐慌性抢购”，例如，1999年的高科技股泡沫就是这样的）。媒体上那些评论员经常这样说“投资人投降了”，当市场周期跌到谷底时，此前一直理性持股，不跟随市场进行恐慌性抛售的投资人也坚持不住了，他们纷纷大量卖出。其实，在股市涨到顶部时，我也经常看到投资人投降，原来一直坚持不追涨买入的精明投资人也抗不住了，也开始追随市场大量买入。

从我50多年的投资经验来看，金融周期大体上是对称的，不过很多投资人可能会低估，甚至忽视这一点。周期的每一波运动，都会有“相反的一面”，也就是说，有涨必有跌，每一波上涨总会跟着一波下跌，也许更好的说法是，每一波上涨都会导致一波下跌。

“大涨之后是大跌”的现象，大家经常谈论，也普遍理解。这个说法非常恰当地描述了周期的对称性。大多数人都知道，大涨之后必有大跌。不过只有极少数人能够看明白，真相是大涨引发大跌。我们要明白以下两点：第一，大涨之后的周期性调整不会是温和的、逐渐的、没有痛苦的；第二，没有大涨就不可能有大跌。

我们必须注意，周期的这种对称性只是针对上涨和下跌的方向，至于周期上涨和下跌的幅度、时点、速度，却并非一定对称。（这是尼克·崔恩的观点，详见下一章。）因此周期有涨必有跌，前面有一波上涨，后面也许就会有一波下跌，不过涨幅和跌幅未必一样，后面的跌幅可能大于，也可能小于前面的涨幅。周期出现反转下行，也许是在到达顶点之后，马上就开始下跌，也许是在高点停留很长一段时间之后，才开始回调。有一点可能很重要，我们一定要注意，周期往往是涨得慢，跌得快。一波大牛市要持续好多年，才会上涨到最大限度，但是大牛市之后的大熊市却像飞速的载货列车一样，很快就会跌到谷底。我的长期合作伙伴谢尔顿·斯通说得好：“气球漏气比充气快多了。”

我们再次回到据说是马克·吐温的名言：“历史不会重演细节，过程却会重

复相似。”理解这句话，对我们理解周期至关重要。假如这句名言确实是马克·吐温所说的，我想他想说的是，对于一个具体的历史类型（比如谣言四起）而言，一个历史事件和另一个历史事件在细节上会有不同，但是它们基本的模式和过程是一致的。

金融领域里的周期确实如此，特别是金融危机，可以说它是绝对如此。后面我会做详细讨论，2007—2008年的全球金融危机之所以会发生，是因为金融机构大量发放次级抵押贷款，而大量发放次级抵押贷款又是因为市场预期过度乐观，缺乏风险规避意识，资本市场过度慷慨大方，从而导致围绕次级抵押贷款产生了大量不安全行为。因此那些思想狭隘得只会生搬硬套的人会说：“下一次再看到那些不合格的房屋购买人，也可以很容易地拿到抵押贷款融资，我绝对会调整投资组合，变得非常谨慎。”但是造成金融危机的这种情形，再也不会重演了，因为全球金融危机的教训太深刻了。然而，牛市过后熊市到来的信号基本一样：过度的乐观情绪是一件危险的事；风险规避是维护市场安全必不可少的关键因素；过度慷慨大方的资本市场最终会导致不明智的融资，造成参与者发生危险。

概括来说，具体细节就像音符一样并不重要，甚至是无关紧要的。但是基本模式就像主旋律一样至关重要，绝对有再次出现的趋势。理解这种趋势，并能够识别再次出现的同一模式，是我们应对周期的重要因素之一。

最后，我想引用据说是阿尔伯特·爱因斯坦给“疯狂”所下的定义：“一次又一次做相同的事，却希望得到不同的结果。”人们投资那些市场价格已经涨上天的东西，因为“每个人都知道”这些东西完美无瑕且定价过低，人们认为，这些东西能够提供高收益，而且没有任何亏损的风险，这样的想法肯定是疯了。过去每一次泡沫破裂之后，我都会看到这种神话般的信仰褪去神圣的光环，露出谎言的本来面目。但是很多人，要么根本不懂周期，不知道大涨之后必有大跌，不知道大泡沫之后经常会是大崩盘，要么尽管心里知道却做不到，因为太想快速发财了，以致对这种风险视而不见。他们下一次还会相信这种“每个人都知道”的高收益、零风险的完美投资神话，跟随疯狂的大众追涨买入。

那些已经上涨一段时间，并实现惊人涨幅的证券和市场，更加容易出现周期性回调，而不是继续上涨。很多投资人相信“这次不一样”，急于追涨买入，此时，你赶紧告诉他们，历史告诉我们，大涨之后必有大跌，上涨肯定不会直到永远，但是周期肯定会直到永远。

～～～

这一章的篇幅很长，涵盖了很多主题，这也表明周期具有很多不同方面的特征，而要把握周期的这些特征很不容易。正是因为这个原因，我们要完

全深入地理解周期，既要靠分析，又要靠直觉。投资和很多其他方面一样，那些既有分析能力又有直觉能力的投资人会走得最远，他们的长期业绩也会做得最好。那么这种直觉能力能够通过后天学习和培养吗？能。有些人经过后天努力能够学到某种程度的直觉能力，但是大多数有很强直觉能力的人，天生就有这方面的天赋。简单地说，有些人往往“一下子就想到了”（不管想到的是什么东西），但是有些人怎么想也想不到，也就是说他们没有那种一下子顿悟的直觉。

市场如战场。打仗想要胜利，很多装备是必需的。投资想要成功，很多知识和技能也是必需的。所以投资人必须学习财务会计、金融投资、证券分析等主要课程。但是我个人认为，投资人想要获得成功，只学这些课程还远远不够。因为这些课程的内容缺少一个投资成功的基本因素，即理解周期现象以及周期如何发展变化，这正是本书后面的内容所要讲的。在行为经济学和行为金融学这两门新设立的学科中，一些研究发现对我们认识周期很有启发，我建议各位认真学习。投资人要真正弄懂周期，心理学不可或缺，而且极其重要。

关于周期最伟大的教训，我们要通过亲身经历才能真正学到……正如一句名言所说的：“经验就是你没有得到你想要得到的东西时所得到的东西。”我现在对周期的经验，比我刚入投资这行时多太多了。50多年前，我进入第一国民城市银行成为一名年轻的证券分析师。

可是，因为我们每过十年才能看到一个大周期，所以任何投资人想要完全依赖个人经验积累来学习进步，需要非常耐心地坚持几十年的时间。我希望你通过读我写的这些东西，能够增加自己对周期的理解，加快完成你对自己的周期教育。

古埃及历史学家修昔底德在《伯罗奔尼撒战争史》第一卷第一章的末尾这样说道：“如果研究者想得到关于过去的正确知识，借以预见未来（因为在人类历史的进程中未来虽然不一定是过去的重演，但同过去总是很相似的），从而认为我的著作是有用的，那么，我就心满意足了。”[2]修昔底德真是我的知音，他在2 400年前写的这段话，完美地描述了我写本书的目的。

---

[1] 此句通常被译作“历史不会重演，但总会惊人地相似”。——编者注

[2] 引自《伯罗奔尼撒战争史》，广西师范大学出版社，2004年。——编者注

# 03
# 周期的规律

> 我们努力想要看透人生，方法是识别模式，进而找到人生获胜的公式。这条路，说起来很简单，但在很大程度上，做起来很复杂，因为我们生活的这个世界充满随机性，同样的事情，同样的情况，人们的行为却前后不一，甚至他们即使想和上次做得一模一样也做不到。过去的事件受到随机性的很大影响，因此未来的事件也定会如此，我们肯定无法完全准确地预测。这让人感到不高兴，因为随机性，也就是我们通常所说的运气，让我们的人生难以预测，难以制定规则，难以永保安全。

2013年秋，我收到读者发来的一封邮件，讨论我上一本书《投资最重要的事》中写的一些内容。邮件的发件人叫尼克·崔恩，他在伦敦的林德尔·崔恩资金管理公司工作。尼克·崔恩和我讨论的话题是，我运用周期这个词来描述我这里讨论的这些现象是否合适。我和尼克·崔恩通过邮件交流得十分愉快，后来我们从线上聊到线下，共进午餐，我们吃得很开心，聊得也很开心。

等到主菜上来的时候，有一点经过我们一番交流之后变得很清楚了，驱使尼克·崔恩写邮件给我的原因是，他坚信要把某些事情描述为具有周期性，这些事情发生的时间和程度必须有规律，只有这样，人们才能可靠地预测。例如，无线电波、正弦波遵循有规律的可预测模式，它们的每次起落都具有相同的幅度、频率、终点。

词典网这样定义物理学上的周期："一个完整的交替变化过程，在此期间一个现象达到最大值和最小值，最终回到终值，而终值等于最初开始的初值。"在数学上周期的定义是："一组因素组成的一个序列，这些因素最初的循环顺序保持不变。"换句话说，物理学上的周期和数学上的周期所遵循的模式非常规律，周期在最终结束时，从终点又回到起点，这就是我们所说的周而复始，这是因为这些波动的时间和路径总是相同的。尼克·崔恩说得很有道理。

但是，经济、企业、市场，当然还有投资人的心理和行为，并不是像物理学和数学上的周期那样有规律。我们俩共进午餐，我谈了我的看法，我想尼克·崔恩最终也赞同了我的看法——并非一定要持续显示出前后如此高度

一致的规律性才能被称为周期。这完全取决于你如何定义“周期”这个词。

我在写给尼克·崔恩的邮件中说道：

> 我想说的是，通常情况下，事物都有起伏。大多数自然界的事物都有一个生死交替的周期，投资人心理有一个非常明显的乐观情绪和悲观情绪交替上升的周期，乐观情绪上升，从而推升市场价格上涨，接下来，悲观情绪上升，从而压低市场价格。你也许会认为，这样说就是把复杂问题简单化，相当于废话，没有什么用。但是这里有一个关键点，某种东西在市场价格上涨的时候，投资人就有一种心理倾向认为，这种东西的市场价格会一直上涨，只会涨，不会跌；反之则会认为它的价格永远只会跌，不会涨。你和这种一根筋式的心理倾向对赌，却能赚到大钱……
>
> 在这个世界上，极少有事物是非常规律地运动的，是足以让你运用机械般的操作流程就能从中获利的。但是这并不意味着你不能利用周期的波动来获利。
>
> 我并不认为，波动必须周而复始，即从终点又回到起点，才能被称为周期。很多周期的终点高于起点，也就是说，这种周期是围绕一条长期向上的趋势线上下波动的，但这并不意味着这种波动就不是周期性的，也不意味着在这种波动里，投资人不应该选择进出时机——在上升阶段趁机入市以便水涨船高，在下行阶段避免入市以免亏损，这与投资人从头到尾一直持有不动截然不同。

《剑桥词典》中对周期的定义是：“一组事件按照一个特定的顺序发生，一个事件接着一个事件，而且这种顺序经常重复。”这个周期定义适用于一般的非科技的世界。我看到它很高兴，在过去50多年的投资生涯里，我不断地思考投资世界的周期和钟摆现象，它们与这个周期的定义十分吻合。

～～～

尼克提出异议，说我讨论的现象不够规律，不够资格被称为周期性现象。我并不同意尼克的看法。不过我们要下很大功夫，才能理解这些周期性现象的不规律性，以及从中我们能够学到的经验教训。

在这里要注意的最重要的事，正如我在上一章中所说的，我所称的周期性现象，并不是完全来自机械的、科学的、物理的运动过程，有时它们与此根本无关。周期如果能像科学一样有规律可循，就会很可靠，也很容易预

测，但是我们也很难从中获利（这是因为巨大的利润来自同样的事情有些人比其他人看得更准，如果周期完全可靠也完全可以预测，那么世上根本不会有见识高人一筹的人了）。有时，这些不是特别规律的周期有一个基本原则（有时候，它们也没有），但是大部分变化都要归因于人类在创造周期中所扮演的角色。人类参与这个创造周期的过程，由此导致人的情绪和心理倾向影响周期现象。概率或者随机性也对某些周期影响很大，人类行为也对这些周期的生成有很大影响。这些周期能够存在，很大程度上是由于人类的行为，但是这些周期的波动有随机性，因此它们也不可靠。这在很大程度上也是因为人类的行为。

~~~

人类必须生活在现实世界中。我们寻找模式和规律，能够让我们活得更加舒服，也获利更多。也许这起源于史前人类的生存经验，他们发现每天是一个周期，每年也是一个周期。史前人类也许从更早的经历中学习到血的教训——白天不要去水坑边喝水，因为白天母狮也会带着幼狮去那里喝水。也许，史前人类通过经验积累慢慢地知道，有些粮食作物在春天播种要比在秋天播种收获得更多。总结出来的规律越是确定，人的生存就越容易。现在，人类的大脑已经形成根深蒂固的习惯，那就是寻找可以用规律解释的模式。

但是，我们努力想要看透人生，方法是识别模式，进而找到人生获胜的公式。这条路，说起来很简单，但在很大程度上，做起来很复杂，因为我们生活的这个世界充满随机性，同样的事情，同样的情况，人们的行为却前后不一，甚至他们即使想和上次做得一模一样，也很难做到。过去的事件受到随机性因素的影响很大，因此未来的事件肯定也会如此，我们肯定无法完全准确地预测。这让人感到不高兴，因为随机性，也就是我们通常所说的运气，让我们的人生难以预测，难以制定规则，难以永保安全。因此我们寻找那些可以让自己理解事物的解释，而且经常做过了头。我们在投资上确实如此，在生活的其他方面也是如此。

我读过一本书，发现里面有几段话对这个主题讲得非常精彩。这本书是2008年出版的《醉汉的脚步》，专门讲随机性，作者列纳德·蒙洛迪诺是美国著名的理论物理学家，任教于加州理工学院，并曾和霍金合著过《时间简史》（普及版）。我引用的第一段话是他在这本书的前言中所写的：

> 我们要抵抗直觉保持理性思考，就像抵抗洪水继续肆虐一样，非常困难……人的天性就是要为每件事的发生找出理由，因此我们很难接受很多事其实没有原因，或者找不到原因，它们只不过受到不相干的随机因素影响，然后就发生了。因此，我们首先要认识到，有时候成功
~~~

> 并不是因为特别有能力，失败也不是因为特别无能，经济学家阿尔钦所说的“偶然因素”，也就是运气。成功靠能力，也要靠运气。随机过程是自然界的根本所在，在我们日常生活中更是随处可见，但是大多数人并不了解随机性，也很少想过随机性。其实随机性就是我们常说的运气。

本书中有一章讲拍电影能不能大卖，完全是不可预测的，甚至是变幻莫测的。列纳德·蒙洛迪诺引用了制片人威廉·戈德曼对这个问题的看法：

戈德曼并不否认，一部电影的票房表现确实是有原因的。但是他强调这些原因实在太复杂了，而且从项目立项到周末正式上映，这条路非常艰难曲折，会受到很多无法预测也无法控制的因素影响，而且很容易遭受挫折，以至我们想要靠过去长期积累的经验，猜测一部尚未杀青的影片的未来票房表现，还不如抛硬币更靠谱。

列纳德·蒙洛迪诺接下来又讨论了随机性因素对棒球选手击球成功率的影响：

> 击球的任何结果，也就是击球成功的概率，主要取决于击球手的能力，但是也受到其他很多因素的综合作用：球手的健康状况；风速，阳光，或者夜晚看台的灯光；球手接到的投球质量；比赛的进展情况；他是不是猜对了投手会怎么投球；他挥动球棒时手眼协调是否完美；他在酒吧里遇到的金发辣妹，是不是让他晚上玩到很晚才睡，结果他早上困得起不来；早上吃的墨西哥肉酱芝士热狗配蒜香薯条，是不是让他吃坏了肚子，他比赛时想吐，想拉肚子。如果不是有这么多根本无法预测的因素，棒球击球手的击球成功率就会非常容易预测——他们不是每次击球都是本垒打，就是每次击球都是打不中。这就相当于学生考试，不是次次满分，就是次次零分。

我们知道，各种各样的因素会影响最终结果，而且在所有领域都是如此，其中很多因素是随机性的，也就是我们平常所说的偶然和运气，所以结果根本不可预测。很多经济领域和投资领域的发展变化，肯定也是无法预测的。即使收入是稳定的，个人的消费倾向也会受到很多其他因素影响，比如，天气，战争，还有他们所在国家的足球队是否赢了世界杯（而这又受到足球打在防守队员身上如何反弹的影响）。一个公司可能发布财报，业绩增长，这是很大的利好消息，但是这家公司的股票价格的涨跌是不确定的，因为股价表现结果还会受到其他很多因素的影响：竞争对手的业绩相对如何，中央银行是否选择本周加息或降息，这周公布盈利的股市行情是

好还是坏。有这么多变量影响，我所关注的这些周期肯定不是完全规律的，所以它们不能被简化为可靠的决策制定规则。

举个例子。我在做高收益债，也就是垃圾债投资时，有件事让我特别烦恼。我做垃圾债投资20余年了，有段时间，流行这么一个观点：债券发行在接近期满两年时，往往会出现违约。如果事实确实如此，这个观点就会非常有用。这样，想要避免债券违约，人人都能做到了，我们只要提前卖出所有发行之后快要期满两年的债券就行了，然后再把那些发行之后熬过两年还能存续下来的债券买回来。（不过，这条避免债券违约的妙招忽视了一个重要问题，那就是你的交易对手也不傻：到了接近两年的那个危险的日子时，市场上的买家愿意出多少钱来买你的债券呢？既然每个人都知道，接手即将发行期满两年的债券会承担很大的违约风险，谁还会去出高价买入呢？而过了两年这个危险期之后，你要买回这些债券又必须付出多高的价格呢？你要买，别人也要抢着买，结果肯定会比你买入的价格高出很多。）

也许，一大批发行后期满两年的债券发生了违约，这正好符合上述那个非常流行的说法。但是巧合关系与因果关系有非常大的不同。这个现象可靠吗？它的背后的原因是什么？它将来会重复发生吗？我应该在这上面下赌注吗？具体来说，整个高收益债的历史不到20年，这让我产生怀疑，我们的经验和样本规模，是否足以使我们判断这个说法的可靠性。我个人倾向于认为，这个所谓的发行期满两年就会违约的规律，不是基于严谨的思考，而是更多地基于人性渴求简单有效规则的一厢情愿，因此人们很容易没有真实可靠的依据，就凭空做出推断。

我认为，人们应该认识到，债券违约受到范围广泛的众多因素的影响，就像导致棒球球手击球成功或者失败的因素很多一样，绝大多数高收益债的违约，其实与其发行之后的存续年限毫无关系。把马克·吐温的那句名言倒过来说，而且用在这里非常合适：历史的过程会重复相似，但是历史的细节却不会重演。

～～～

我坚定地相信，市场将会继续上涨和下跌，而且我想我还知道，为什么以及什么因素导致上涨和下跌是近在眼前的，还是相对缓和的。但是我永远不知道下面这些问题的答案：市场什么时候会涨或者什么时候会跌？市场上涨或下跌还会持续多久？市场涨起来有多快或者下跌得有多快？什么时候市场会反转回归中心点？它们会向相反的方向持续运动多久？其他很多方面也充满了不确定性，我们必须承认这些不确定性。

～～～

我发现承认自己的无知，反而让我相对于其他大多数投资人有了一个巨大的优势，因为其他绝大多数投资人都不太懂周期，也不留意周期以及这些周期启示我们接下来应该采取哪些合理行动。我所说的这种巨大优势，也许每个人都能获得，有了这种优势，对于我来说就足够了。我和同事们能让橡树资本在过去20多年中的投资业绩大幅领先市场，获得跑赢市场的巨大业绩优势，其根源就在于拥有这种理解周期的巨大知识优势。这些关于周期的知识和经验，正是我在本书中想要传达给你的思想。

# 04
# 经济周期

一个国家就是一个经济体，它的总产出就是所有劳动力的工作小时总数和每小时产出的乘积。因此，一个经济体的长期产出主要取决于像人口出生率和劳动生产率这样的基本面因素（但是也取决于社会和环境其他方面的变化）。这些因素相对而言每年的变化很小，我们只有以每十年为期观察它们，才会发现逐渐显现出的变化。因此，经济增长率长期而言是相当稳定的。

经济的潜在长期增长率相对而言保持稳定，有些人也许因此会预期，每个年度的经济增长率的表现也会持续保持稳定。可是，很多因素容易发生变化，导致经济增长率每个年度都会变化，甚至即使经济增长率的年平均水平符合长期趋势线，经济增长率水平也会年年出现差异。

经济周期（过去很多时候，我们也称经济周期为“商业周期”）是企业周期和市场周期的基础，企业界和市场上的周期性事件主要取决于经济周期。经济增长得越快，企业盈利越有可能扩张，股票市场也会随之上涨。在这里，我会简短地讨论一下影响经济周期的因素。不过在我开始讨论之前，我要坦白承认，而且每次我在讨论经济之前都会做这样的坦白：我并不是经济学家。这算不算一个很骄傲的声明？

我大学选修过经济学的课程，读硕士研究生时也学过经济学，也认真地思考过经济学。工作后我成了职业投资人，天天都要跟经济学打交道，而且我觉得我自己大体上可以说是一个经济人，我的大多数决策都是基于逻辑推理的，推理的依据是考量成本和价值，并且考量风险和潜在收益。但是我对经济的思考不同于学术界的经济理论研究，不是完全基于理论和数据，而是主要基于常识和经验。我敢肯定，我在书里写的这些东西，很多经济学家都不会赞同（当然经济学家之间也互不买账）。经济学研究成果既不清楚，也不准确，因此我们有很好的理由可以把经济学称为“令人郁闷的科学”。

衡量一个国家经济产出的主要指标是国内生产总值（GDP），它表示一个经济体生产的所有商品和服务最终被出售的总价值。国内生产总值大致等于这个国家的国民工作小时总数乘以每小时产出价值的乘积。［在我的投

资生涯早期，流行的指标是国民生产总值（GNP），但是后来这个名词就不流行了。二者的区别是对本国内的外国生产商所创造的产出的处理方式不同：GDP包括本国内的外国生产商所创造的产出，而GNP不包括，因为外国生产商不属于本国国民。]

大多数人（当然是大多数投资人）关心的主要经济问题是，今年或者明年我们的经济会增长还是会下滑，增长率或者减少率是多少。这些其实都属于我称之为短期经济周期的组成部分（我很快会介绍其他经济指标）。

我们在考虑美国GDP未来某年的增长情况时，通常一开始假设增长率为2%~3%，然后根据具体情况略微调整。但是我们每年预估的GDP增长率的出发点都是正增长的。例如，上一年伊始，很多人都讨论当年GDP的增长率。乐观主义者认为，美国GDP增长率会接近3%，而悲观主义者觉得它可能连2%都达不到。但是几乎每个人都认为美国经济肯定是正增长的。关于经济衰退的官方定义是连续两个季度负增长，很少有人认为美国GDP的增长会落入负增长区域，上一年不会，再过几年也不会。

## 长期经济趋势

很多投资人都关注年度经济增长率是高还是低，是正增长还是负增长。实际上，他们关注的只是短期的经济增长。短期的经济增长是很重要的，但并不能代表一切。从长期来看，短期经济增长的重要性会削弱，长期经济增长会变得越来越重要。

我前面说过，大多数吸引投资人注意的周期，都是围绕一个长期趋势或者中心趋势上下波动的。尽管这些波动从短期来看对企业和市场的影响非常大，但是结果证明，长期而言基本趋势变化的影响要大得多。因为围绕长期趋势线的上下波动最后会相互抵消（从单一年度来看，市场上涨会迎来一片欢呼声，而市场下跌会引发人们的沮丧情绪，可是很多年后，我们才会明白短期的涨跌并不重要）。但是长期基本趋势的变化，将会导致我们的长期投资业绩出现差异。

2009年1月，我写了一份投资备忘录《长期视野》，专门讨论了这个主题。我从中引用了一些内容。

一开始，我在这份备忘录中讲了很多证券市场曾经历的长期趋势，它总体上呈上升态势，但其间的过程是相当痛苦的。下面我会把它们罗列出来，但是我省略了备忘录中的详细描述：

- 宏观环境

- 企业增长
- 借贷思维模式
- 投资流行程度
- 投资人心理学

上面所列的五大方面的发展变化，形成了一股强劲的动力，近几十年来一直推动经济持续增长和股市持续上涨，由此形成了一个向上的长期趋势，它接近于一条直线（见图4–1）。

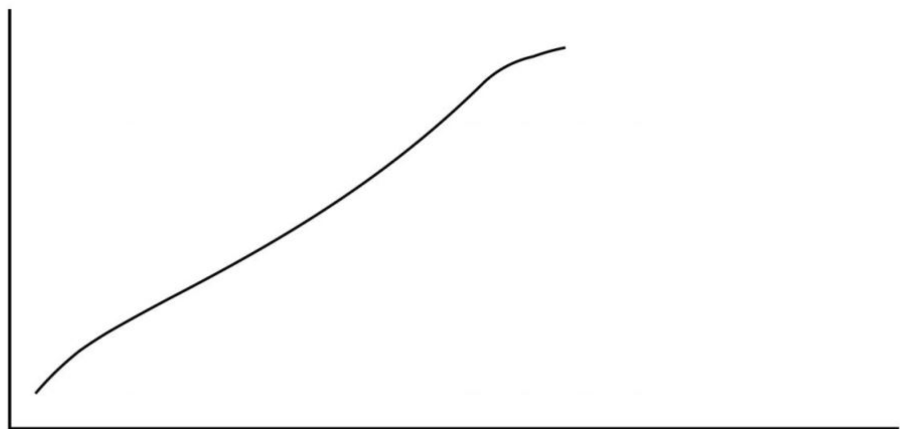


**图4–1 长期趋势线**

前途是光明的，道路是曲折的。尽管美国经济和股市的长期趋势接近于一条向上的直线，但实际走势绝非一条直线。每隔几年，市场都会出现一阵短期波动（见图4–2），使得经济和股市的走势偏离长期趋势。围绕长期趋势线的周期波动，导致经济和股市走势经常出现上下振荡。大多数上下振荡的幅度相对较小且时间较短，但是1970—1979年，美国发生了经济滞胀，通货膨胀率高达16%，其中有两年美国股市累计下跌接近一半，1979年8月13日出版的那期《商业周刊》的封面用大标题宣称“股票已死”。我在证券市场里待了40多年，一路走来，并不都是鲜花和美酒。

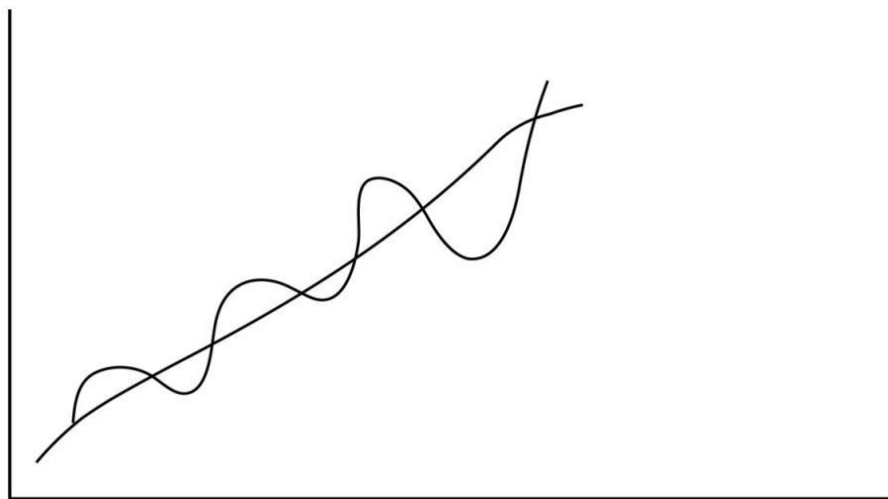


图4–2 周期波动

一次又一次，我们看到经济状况起起伏伏，从经济增长放缓到经济繁荣，从经济衰退到经济复苏。市场同样也经历了起起伏伏，时涨时跌。这些波动都可以归因于正常的经济周期以及外部变化，比如1973年的第一次石油危机，1998年的亚洲金融危机。1975—1999年，标准普尔500股票指数只有几年是下跌的，但是没有一年跌幅超过7.5%；而有16年股市涨幅超过15%，并且有7年涨幅超过30%。

尽管股市时涨时跌，但是投资人长期来看都赚钱了，股票投资逐渐变成风靡美国的流行浪潮。沃伦·巴菲特能够成为美国最富有的人之一，靠的就是买入股票和整体收购公司。股市整体趋势持续上涨，直到2007年到达顶峰……

到2007年年中，我做基金经理已经有39个年头了。按照人的平均寿命来说，这相当于半辈子了，但39年也只不过是美国股市这个长周期中的一段时间而已。也许，美国股市1975—1999年持续上涨所形成的长期向上的趋势线，本来应该被看作一个长周期（见图4–3）中的上行阶段的一部分。既然是一个周期，前面有上行阶段，那么后面必然会有下行阶段。但是只有在经历后再回头审视的时候，你才能看清楚整个长周期，以及其间上行阶段有多长，下行阶段又有多长。

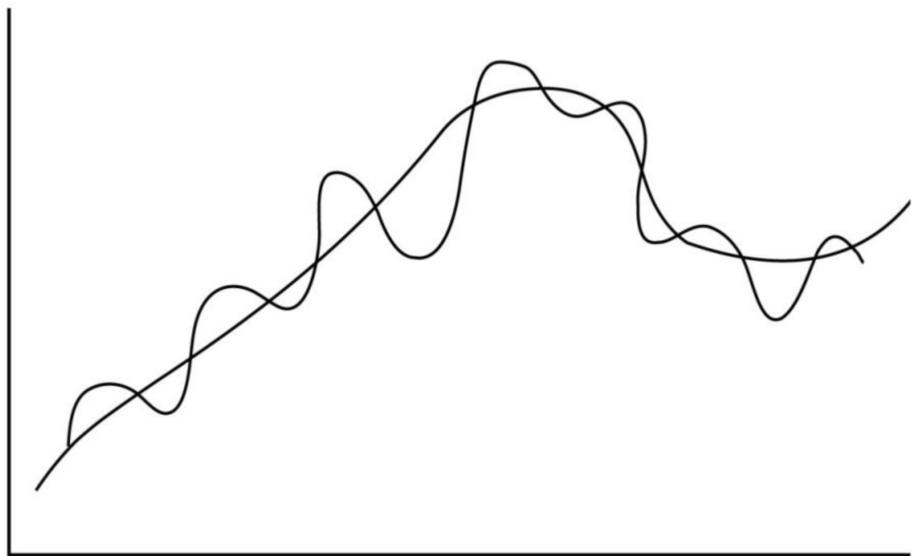


图4–3 长周期

> 这里我主要想讨论的是，我意识到长期趋势本身也有周期，而不是只有围绕长期趋势的短期走势有周期。我们过去几十年所经历的长期上涨，其实处于一个长期周期的上行阶段。

我前面谈过，一个国家每年经济产出的主要决定因素之一是工作小时总数。相应能够支撑工作小时总数增加的最基本因素是人口增长。人口增长意味着，每年会有更多人制造和销售产品，同时有更多人购买和消费产品，从而进一步鼓励扩大生产。而扩大生产，相当于创造更多的GDP。人口增长，工作小时总数自然会随之增加，从而推动GDP增长。因此，人口出生率是一个最主要的因素，通常可以让我们假定经济会正增长。相反，如果人口收缩，我们想要实现经济增长，就会面临很大阻碍。

人口增长，短短一年中并不会有很大变化。达到生育年龄的人口数量，短期之内不会有太大变化，他们生育孩子的意愿在短期之内也不会有太大变化。这些因素需要经过几十年甚至更长的时间才会出现较大变化，从而引发未来人口数量的深远变化。

哪些因素能够导致一个国家的出生率发生变化（即每对夫妇生养孩子的平均数量）？

- 国家政策。比如，中国的计划生育政策实行了很长时间，但是这项政策最近开始修订，中国允许生育二孩了。

- 战争。第二次世界大战使战争期间美国人口出生率大幅降低，但是“二战”结束之后，人口出生率大幅上升，由此形成婴儿潮一代。

- 经济状况。经济和其他因素一起发挥作用，能够改变人们的心理，让人们考虑自己是否有经济能力要孩子。

- 其他社会风气。比如，现在的美国年轻人普遍推迟结婚成家的年龄。

人口出生率发生变化需要经过几十年的漫长时间，而且即使已经出现变化，也需要再过几年才能够实际影响GDP增长。以中国的计划生育政策为例。你也许会说，中国的计划生育政策转变是一夜之间发生的：从1978年到2015年10月28日，中国一直提倡“一对夫妇生育一个孩子”，似乎一夜之间政策就变了，2015年10月29日，中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议公报宣布全面二孩政策。但是那些即使已经要了一个孩子的夫妇，在二孩政策实施的第一天就积极响应国家号召，努力生二孩，也还需要大约20年的时间，他们所生的二孩才能长大成人、开始工作，才能为中国的经济发展做贡献。因此，一年之间的GDP变化，不可能在很大程度上归因于人口出生率的变化。

另外一个决定GDP的重要因素是每小时劳动产出值，即生产率，更准确的说法是劳动生产率；对于整个国家来说，最准确的说法是全民劳动生产率。劳动生产率变化，是长期GDP增长率变化的基本决定因素。由此第一个推论是，不管人口增长率如何，只要劳动生产率提高，GDP就会随之加快增长，而如果生产率降低，GDP增长速度就会放缓。第二个推论是，如果生产率的增速提高，GDP的增速就会提高，而如果生产率的增速放缓，GDP的增速就会随之放缓。这些只不过是简单的数学推导而已。

生产率的变化，就像出生率的变化一样，需要经过几十年时间，才能显现出效果。生产率提高，主要来自生产过程的进步。第一次生产率大飞跃发生在工业革命时代，大约从1760年到1830年，蒸汽动力和水力驱动的机器取代了力量十分有限的人力，大型工厂取代了效率低的小作坊和家庭生产。第二次生产率大飞跃是电力和汽车革命，发生在19世纪后期和20世纪早期。电力取代了蒸汽动力和水力等低效的动力，汽车取代了马车等低效的运输工具。第三次生产率大飞跃发生在20世纪的后50年，电脑和其他形式的自动化控制，开始取代人脑来指挥机器进行生产。当然，第四次浪潮正在进行中，即现在的信息革命，信息获取、储存和应用取得了巨大进

步，现在最热门的大数据和人工智能，能够取得人类过去做梦都想象不到的巨大成就。

一定要记住，这几次生产率大飞跃，工业革命、电力革命、汽车革命、信息革命，都是逐渐发生的，不是一夜之间发生的，也不是几年之内发生的。每次生产率大飞跃都推动了GDP实现巨大增长，但是尽管如此，历史上并没有出现过一个年度GDP大幅增长或者一个年度GDP大幅下滑的情形。生产率的提升速度，往往在很多年中都持续保持稳定。因此，经济衰退或者经济复苏所形成的GDP短期周期性变动，通常不能被归因于生产率的变化。

很明显，劳动小时数和每小时劳动产出共同决定了国内生产总值的长期趋势。但是，什么因素导致这两个因素发生变化？下面是一个清单，它只列出了部分因素。

• 人口迁移。中国的城市化进程就是一个案例。中国的大量农民进城务工，一方面增加了劳动力供应，助推中国崛起，使中国发展成为低成本制造大国，另一方面促进了中国消费阶层人数的扩大。另一个例子是从拉丁美洲到美国的移民。美国像其他发达国家一样人口出生率持续下降。但是，移民持续不断地从美国南部边界涌入，尽管有一部分是非法移民，但是这些移民数量的增长填补了美国因人口出生率下降而造成的劳动力供给缺口，扩大了美国的劳动力供给，提高了消费率，即最终消费占GDP的比值。

• 决定工作小时总数的因素。工作小时总数会偏离就业总人数，也肯定会偏离有兴趣工作的总人数。

（1）“劳动参与率”（workforce participation），达到适合工作年龄的人口占总人口的比例，包括已就业的人数或者正在找工作的人数。

（2）失业率，即能够参与工作却没有工作可做的人数占总劳动人数的比例。失业率上升和下跌会相应引发消费者支出及企业支出的变化（因而会导致商品需求的变化，也会导致生产商品的劳动力需求的变化）。

（3）就业者人均工作小时数。它会随着经济发展的变化而变化：在商品需求低迷的时候，企业会相应缩短员工每周的工作小时数，而当商品需求高涨的时候，企业会批准员工加班（如果需求继续强劲增长，当员工加班也无法满足时，企业就会雇用更多员工，或者增加一个轮班）。

• 野心。获利的动机和对生活更美好的愿望，能够推动劳动者（自然也是推动整个社会）更加努力地工作，生产更多商品和提供更多劳务。多生产才能多赚钱，多赚钱才能多花钱。也许，你忍不住会想这些事都是顺理成章，放之四海而皆准的，但事实并非如此。例如，苏联的经济体制在很大程度上制约了劳动者的积极性，其他一些国家的经济体制也压制了员工做更多工作的意愿。（我亲眼看到，有些欧洲银行的员工，到了下班时间就打卡离开办公室，但是这并不是为了证明他们已经工作到下午5点，就像美国的银行员工那样，而是为了表明他们到了下班点就准时离开，因此他们没有违反每周35小时工作总时长规定的上限。）

• 教育。美国公立教育质量下滑，可能对美国劳动者的素质造成负面影响，从而减少他们未来的经济贡献，相应地，也会削弱他们创造更多收入的能力，因而美国未来可能无法支撑更多的消费。这些负面的趋势，可能会抵消移民涌入美国的正面效果。

• 科技创新。科技创新导致一批新企业诞生，但是也导致一批老企业灭亡。科技创新创造了一些新工作，也消灭了一些老工作。概括来说，科技创新提供了一个超级案例，体现了经济进化的达尔文特征：科技创新创造出赢家和输家。新技术取代了人力和旧技术，但是这些新技术绝对不是从此“安全无忧”了，因为将来会由更新更好的技术来取代，或者用现在的流行语来说就是颠覆。科技就是周期模式的缩影：上升与下跌，生存与死亡……再生。

• 自动化。用机器代替人类劳动的能力，是一个特别有趣的因素。一方面，我们可以把自动化看作强化经济周期的添加剂，因为自动化提高了生产率，或者每小时劳动的产出数量。例如，农业机械化，可以用更少的农场工人生产出更多的食品，而成本却比以前低得多。但是另一方面，自动化减少了用于生产的劳动小时总数。现在我们会看到，那些30年前有上百名员工的工厂，现在只要几名工人就够了。这样正负效应抵消后，自动化对GDP的净效应也许是中性的，也许是正效应的，但是，自动化有能力消灭工作，所以自动化也许会有减少就业的影响，相应地也会减少人们的收入，下一步就会降低人们的消费水平。

• 全球化。很多国家融入全球经济，也许会增加全球经济的产出，部分因为专业化分工所带来的好处，但也许不会增加全球经济的产出，因为全球经济整体而言是一个零和游戏（甚至是负和游戏）。但是很明显，全球化对不同国家的经济所造成的影响差别很大（在每个国家内部也创造出赢家和输家）。就像我前面所举的中国的例子。正是工厂劳动力数量大幅增加，推动了中国经济加速增长，且在过去30年持

续保持高增长，让中国成为领先于世界其他国家的出口大国。但是同样的趋势导致发达国家从中国进口大量商品，而这些商品如果不从中国进口，也可以在本国国内生产。因为有了大量进口，进口国相应地减少了国内生产，从而影响了本国GDP。美国如果不从中国大量进口，而选择在美国国内由自己生产，那么也许美国的GDP会更高。不过，我们也必须同时把从中国大量进口低价商品对美国的好处考虑进来，这样才能更加准确地评估全球化对美国经济的整体影响。

～～～

第二次世界大战期间，美国受益于本土未受战争重创，因此基础设施保持完好，美国很幸运。而且“二战”后美国从由人口出生率猛增所形成的婴儿潮中大大受益，这两大有利因素结合在一起，推动了美国经济实现巨大增长。“二战”之后，美国产品是世界上质量最好的，美国公司的经营非常成功。在当时还没有全球化的世界里，美国工人可以保持最优厚的薪水，而且工作岗位稳定，因为那时还没有其他国家用成本更低的商品来与其竞争。管理技术改进，生产率大幅提高，进一步推动了美国经济增长。美国长期经济增长速度很快，推动了美国消费需求快速增长，创造出了一个良性循环，让很多人受益……但是这种良性循环不会一直持续下去，永远不变。

最近，美国的经济看上去增长有些放缓了（其他国家也是如此）。这是一个围绕长期基本趋势波动的短期的周期性波动变化，还是一个长期趋势本身的变化？这还需要经过几十年，我们才能够清楚地知道答案。但是最近兴起的一个学术流派指责其为“长期滞涨”，也就是说从基本面来看，长期增长趋势放缓了。

美国的人口增长率和生产率增长都已经下滑了，其他发达国家也是如此。这两个因素综合来看意味着，美国未来的GDP增长将会进一步放缓，甚至低于“二战”开始后的那几年。我们可以推断，最近这些年生产率的大幅提升，在未来是不能复制的。其他国家劳动力供应充足，而且劳动力工资便宜得多，所以美国企业在美国本土生产的美国人所需的商品，要和那些在劳动力成本很低的国家所生产的商品进行竞争，根本不可能获胜。这会对美国那些技能低或者教育水平不高的美国人的就业产生负面影响，导致美国低收入阶层的收入水平相对于其他国家而言更不平等，而且收入更低。这些话题当然对2016年美国总统大选影响很大。

人口增长和生产率增长的变化，需要几十年才能体现出效果，但是很明显，它们会影响国家的经济增长速度。20世纪，先是美国超越欧洲成为经济大国；后来日本在20世纪七八十年代快速崛起，一度要称霸全世界，可

是到了80年代后期，日本经济开始衰退，陷入负增长；再后来，新兴市场国家，特别是中国，成为最近几十年经济快速增长的国家，可是最近这些新兴市场国家的经济增速也慢下来了，尽管如此，这些新兴市场国家未来几十年的GDP增长速度，肯定还会超越发达国家。印度有13亿人口，只比中国少1亿，拥有丰富的人力资源，有条件成为下一个经济快速增长的国家，不过前提是印度必须提高效率，减少腐败。一些前沿市场国家（frontier markets），比如尼日利亚和孟加拉国，其经济增长速度紧追新兴市场国家，正在等待机会加入经济快速增长的国家行列。

一个国家的社会发展有兴起之时也有衰落之时，因而会加快或者减缓经济增长速度。这种潜在的趋势明显遵循一个长周期，不过围绕这个长周期上下波动起伏的短周期更容易被识别出来，也更易于我们讨论。

## 短期经济周期

我前面说过，经济预测人士以及购买他们预测报告的人，紧紧地盯着未来一年或者两年的经济增长率，换句话说，他们非常关注在短期经济周期的上行阶段所展现出来的增长率以及增长持续的时间，他们也同样非常关注，在短期经济周期的下行阶段是否会连续两个季度负增长——如果会，它就会被定义为一波衰退。这些现象其实都代表着，经济走势围绕长期向上趋势发生短期的上下波动。既然决定长期经济增长趋势变化的基本因素，一个季度之间或者一年之间的变化极小，那么我们何必要关注经济增长的短期变化？为什么短期经济增长还会发生变化偏离其长期趋势？为什么美国经济不是每年都保持2%的长期平均增速稳定地增长？

这些问题提供了一个很好的机会，让我可以给大家介绍本书的三大主角：心理、情绪、决策过程。人口出生率和生产率经常被看作独立变量，甚至是像物理学上的力学变量。人口出生率取决于生育率，而影响生育的因素以及生育率本身长期而言非常稳定。与人口出生率类似，生产变化率，即每单位劳动产出的变化速度，一般被认为主要取决于技术进步和技术传播。换句话说，尽管经济体是由人构成的，大家却并不认为经济增长水平高度反映了人本身的变化。

但是，事实确实如此。尽管长期趋势决定了潜在的经济增长率，但每年GDP实际增长率并不会完全听从长期趋势的指令，相对而言它会出现变化，偏离长期趋势线……这在很大程度上是因为人的参与。

人口出生率也许决定了工作小时总数的长期趋势，但是其他因素会导致工作小时数在短期内出现变化。工作意愿并不是固定不变的。有时候，经济情况不是鼓励而是阻碍人们去找工作，就像我们前面所说的那样，有时候，世界性大事件会改变消费水平。

最明显的例子是，世界性大事件能够造成大恐慌，从而阻碍经济发展。次级抵押贷款危机以及金融机构纷纷崩溃，并在雷曼兄弟公司2008年9月宣布破产的时候达到最高潮，这阻碍了消费者的购买意愿，阻碍了投资人提供资本，阻碍了公司建造工厂和扩充劳动力。甚至那些一切如常的人也会削减消费和投资支出，尽管他们并没有在危机中失去工作，没有因为贷款逾期而让银行提前收回住房，也没有看到自己的投资组合市值大跌，但是由于他们的内心极度恐惧，他们照样会削减消费和投资。这很快影响了整个美国经济，结果出现严重衰退，从2007年12月开始，一直持续到2009年6月。

如果劳动力就业数量以及他们的收入相对保持稳定，那么我们也许会预期他们的收入被用于消费支出的比例会相对保持稳定。但是事实并非如此，消费水平的波动幅度大大超过了就业和收入水平的波动，这是因为我们称之为“边际消费倾向”因素的变动，边际消费倾向是指每增加1美元的收入中会有多少钱被拿去消费，因为边际消费倾向会在短期内发生变化，所以消费会独立于收入发生变化，也就是说，即使收入变化不大，消费也会变化很大。

劳动者拿出更大比例的收入用于消费，可能因为以下原因：

- 报纸的头版头条刊登了令人高兴的好消息；
- 他们相信选举结果预示着经济增长会更强劲，收入会更高，税收会更低；
- 消费信贷变得更容易获得；
- 资产升值让他们觉得自己更加富有；
- 本国球队赢了世界杯。

上述因素中的第四个因素资产升值，让他们觉得自己更加富有，也被称为“财富效应”，因而特别值得我们注意。这些资产持有人，首先，他们基本上不可能卖出他们手上的股票或者房子换成现金，只为了消费更多；其次，他们应该也明白，股价上涨、房价上涨都是浮云，因为这些资产市场价格上涨，只是账面上的浮盈，来得快，去得也快，所以这并不是转变消费模式大把花钱的好理由。但是事实摆在那里，股价上涨，房价上涨，手上这些资产升值了，人们就会花更多钱，消费更多。这种现象表明心理会影响行为，行为会影响经济，从而导致经济短期出现变化。

其中有一点特别重要，经济增长预期在多大程度上能够自我实现。人们（和企业）如果相信未来经济增长会很好，就会消费更多，投资更多……消费增长了，投资增长了，未来经济自然就会增长得更快。反过来也是如此。我个人相信，很多公司得出的结论是，2008年全球金融危机引发经济大衰退之后，肯定不会出现一波V形反转，尽管前面几波衰退之后都出现了一波V形反转，但是这次不一样。有了这样的预期，他们自然不愿意扩建工厂，也不愿意扩招员工，由此导致美国经济复苏相当温和，只是逐渐缓慢地复苏。美国尚且如此，其他国家的经济复苏就更加乏力了。结果是你想什么，就会做什么，你做什么，最终就会得到什么，这就是我们经常所说的预言往往会自我实现。

短期GDP变化还有另外一个原因，它和存货有关。企业也许过高地估计了它们的产品在未来某季度或某年度的需求，因此它们大幅度地扩大了生产规模，导致产量大大超过它们能够销售出去的数量。或者它们保持生产规模稳定不变，却意外碰到需求疲软。这两种情况都会造成产量超过销量，产品卖不出去自然会导致存货增加。而存货积压过多，反过来会导致厂商在后续几个季度或者年度内调低生产规模，直到存货恢复到它们所期望的合理水平。正是这种方式，存货增加和存货减少，经常导致经济产出短期上涨或下跌。

以上讲的少数几个案例就可以说明，这些因素能够导致一个经济体在某季度或者某年度的产出总值发生变化，偏离按照人口出生率和生产率水平推算出来的、本来可以达到的长期潜在的产出水平。这种结果表明，这些影响短期经济增长的因素本质上并不稳定可靠，并不像物理学的力学变量那样稳定不变。这些影响因素很多是人类行为的产物，因此它们和人类行为一样，无法确定，也无法预测。

～～～

写到这里，我想多说几句，谈谈经济预测。很多投资人都是根据经济预测来提前决定如何采取行动，而这些经济预测要么是他们自己做的预测，要么是他们从经济学家、银行、媒体那里得到的预测。不过，我怀疑这些预测包含的信息可能根本没有价值，也不会帮助他们取得投资成功。（对此更加详细的讨论，请看我的上一本书《投资最重要的事》第14章。）

对经济预测这个话题，我的看法是经济预测对于投资来说基本无用。我的依据是：

- 做投资，要达到一般业绩水平，即市场上所有投资人的平均业绩水平，或者市场基准业绩水平，非常容易，买指数基金或者照着指数做

投资就行了。

- 既然要达到平均业绩水平非常容易，真正成功的投资，就必须跑赢其他投资人，跑赢市场平均业绩水平。因此，投资成功，很大程度上是一个相对概念，是基于相对业绩表现来进行衡量的。

- 只预测到了即将发生的事情，并不足以保证你能获得卓越的相对业绩。这是因为如果都持有同样的看法，每个人的看法就都是对的，每个人都采取相同的投资行动，就会获得相同的投资业绩，那么你也就不可能业绩高人一筹了。因此，只预测正确并不能确保投资成功，你必须比其他投资人预测得更加准确，才能确保你的投资更加成功。

- 同样的道理，你并非一定要完全正确才能获得投资成功：你只要错得比其他投资人更少就行了。

- 投资成功并不是来自拥有一个正确的预测，而是来自拥有一个超越大众的卓越预测。你能够卓越地预测吗？

大多数经济预测，都是根据当前水平结合长期趋势来进行推断的。经济通常不会大幅偏离当前水平和长期趋势，所以这种推断出来的预测结果，在大多数情况下都是正确的。但是这种推断型的预测很简单，而且是共享的，已经反映在市场给予资产的价格上了，因此并不能为你带来卓越的投资业绩，甚至即使后来事实证明你的预测是对的。这正像获得诺贝尔经济学奖的经济学家米尔顿·弗里德曼所说的那样：

> 所有这些人，看到的是同样的数据，读到的是同样的资料，他们的预测虽然比较正确，但是几乎从来没什么大用。

最具有潜在价值的预测，是那些能够正确地预测到经济增长偏离长期趋势和近期水平的预测。预测者如果做出的预测和大家不一致——并不是基于当前水平和长期趋势的简单推论，而且事实证明他的预测是正确的，那么结果肯定会出人意料，会让其他市场参与者大吃一惊。于是大家纷纷手忙脚乱地调整持仓，以应对这种出乎意料的变化。结果，正确预测到这一点的人因为提前布局而大赚一笔，业绩领先。这里只有一个问题：大幅偏离长期趋势这样的事，第一不会经常发生，第二人们很难准确地预测到，所以大多数非传统型预测和非推断型预测的结果都是不正确的。因此，任何人如果只是基于这种让人意外的预测来做投资，往往就可能达不到市场的平均水平。

因此我认为，经济预测有以下三种可能性：

- 大多数经济预测只是简单的推断。这些简单的推断经常是正确的，但是人人都会这样预测，人人都正确，因此根本没有价值。

- 非传统预测。预测经济增长未来一年或两年会大幅偏离长期趋势，如果这是正确的，那么它肯定会非常有价值，但是这种预测往往都不正确。因此大多数偏离长期趋势的预测都是不正确的，也就没有价值了。

- 预测经济增长会大幅偏离长期趋势的极少数预测。结果表明这类预测是正确的，它们自然很有价值。这些人也会因为眼光独到而受到大家的膜拜，但是人们很难提前知道，哪个预测会是真正正确且有价值的预测。这是因为非传统预测大多数都是不正确的，所以整体来看这类预测的平均成功率很低。非传统预测总体而言不可能是有价值的。偶尔有几个预测者，因为一次令人震惊的正确预测而声名鹊起，但是这只是一次例外，回顾他们过去做出的大多数预测，预测结果其实并不准确，也不值得其他人追随。

总体来看，上面所述关于经济预测的三个可能性都不是非常令人鼓舞。因此，约翰·肯尼斯·加尔布雷斯所说的那句话十分精辟："我们会看到两类预测者：一类预测者根本不知道，另一类预测者根本不知道自己不知道。"

长期经济周期的长期变化极难预测，而且这种长期预测的正确性也极难评估。对短期经济周期的上行和下行趋势，一个人要持续做到比其他人预测得更好，也是极其困难的。按照经济预测采取行动，听起来特别诱惑人，尤其是如果这种经济预测是正确的，那么从理论上讲人们能获得很高的回报。但是能够做出正确的预测，而且持续做出正确的预测，难度极大，我们千万不要低估持续正确预测的难度。

~~~

下面是我相信的关于经济周期的几条最重要的基本原则：

- 经济产出是工作小时总数和每小时产出的乘积，因此，一个经济体的长期增长主要取决于一些基本面因素，比如出生率和生产率增长率（不过也受到其他社会和环境变化的影响）。这些基本面因素在一个年度之间通常变化极小，在十年之间才会逐渐变化，因此经济增长率的平均水平会在几十年的时间里都相当稳定。我们只有用最长的时间
~~~

框架才能看清楚，一个经济体的长期增长率是显著加快还是显著放缓。但是经济长期确实会如此变化。

• 既然经济潜在的长期增长率会几十年都保持相对稳定，一个人就会忍不住预期，经济增长的年度表现也是一年接着一年地保持稳定。但是很多因素很容易发生变化，由此导致经济年度增长率发生变化，甚至经济年度增长率即使平均而言沿着长期趋势线移动，也会出现年度变化。这些影响因素，也许可以被归纳为以下两大类：

（1）内部性因素。年度经济表现可能受到经济体内部经济单位所做决策发生变动的影响。比如，消费者消费更多还是储蓄更多，企业生产扩张还是收缩，增加存货（这要求增加产量）还是出售更多存货（相对于增产增销而言，这会削减产量）。这些决策经常受到消费者或企业管理者心态的影响。

（2）外部性因素。年度经济表现也会受到经济体外部事件的影响。第一，人为事件，严格来说这些不是经济事件，比如，爆发战争，或者政府做出决策改变税率、调整关税，或者商品价格联盟调整价格。第二，没有人类参与的自然事件，比如干旱、飓风、地震。

• 长期经济增长从长期来看是稳定的，但是它也随着长周期的波动而出现变化。

• 短期经济增长平均而言遵循长期趋势，但是每年会围绕长期趋势线出现短期上下波动。

• 人们非常努力地想要预测经济增长率的年度变化，然后以此作为投资决策的依据，获得潜在投资盈利。平均而言，投资人的预测在大多数时候都接近于真实水平。但是极少有人能够持续做到预测正确；只有少数人的预测能够比其他人做得好得多；只有少数人能够正确地预测经济增长大幅偏离长期趋势。

～～～

我经常发现，这真的很神奇，每当我写到结尾，打算进行总结的时候，一个完美的案例就会从现实生活中跳出来，或者从我读到的东西中跳出来。这次还是如此神奇，就在我要完成这一章初稿的那天，一个完美的案例从我读的报纸上跳出来了。2016年6月23日，新闻报道了英国脱欧的公投结果，大多数人投票赞成英国脱离欧盟。

这个公投结果大家普遍都没有预料到：在公投之前，英镑和伦敦股市持续

走强，就连伦敦的博彩公司所开出的赔率也倾向于英国脱欧公投不会通过。你看，所谓的专业预测也不过如此。

英国决定脱欧，可能后果很严重，包括经济上、社会上、政治上，对英国的影响会很大，对欧盟的影响也会很大，对全世界其他国家的影响也很大。对消费者、投资人、企业界人士的心理也会有负面冲击，从而导致近期经济增长放缓。这样的结果也会增加贸易障碍，降低全球经济效率。

此外，英国脱离欧盟这个事件，以及其可能引发苏格兰和北爱尔兰寻求脱离英国的影响，将会改变直接相关国家经济的长期增长态势，也可能会影响世界上其他国家的经济增长。从现在起再过50年，可能都会有人指责这个事件改变了世界经济中大部分国家的增长轨迹，因此它也改变了整个世界经济的增长轨迹，导致世界经济的长周期突然出现转变。

如果英国脱欧公投是另外一个结果，那么未来几年的经济环境会有相当大的不同，也就是说，英国脱离欧盟，导致英国的经济长周期转变了发展方向。这是非常有可能的。我们只是不能确定，英国脱离欧盟会如何影响英国的经济长周期，影响程度有多大，以及对世界其他国家经济的连锁影响会如何。

# 05
# 政府调节逆周期

> 经济有周期，而周期会走到极端，这并不是我们想要的。一方面，经济太过强劲会引发通货膨胀，导致经济增速过高，以致未来经济衰退变得不可避免。另一方面，经济如果过度萎靡，就会导致企业盈利下滑，让很多人失业。因此，中央银行和财政部的工作，其中一部分应该是管理周期。
>
> 既然周期上行和下行可能会走极端，那么应对周期走极端的工具应是逆周期的，我们可以按照它们自身的周期来加以运用。在理想情况下，干预经济周期工具的周期正好与经济周期的走势相反。可是就像其他与周期相关的东西一样，要管理这些干预周期的工具，远远不是那么容易。因为如果不是这样，我们就不会看到这么多经济周期走到极端的现象了。

在大多数国家中，资本主义和自由市场获得普遍认可，并以它们为基础构建高效的经济体制，合理分配经济资源，鼓励更多经济产出。

尽管市场经济体制受到世界各国的普遍认可，但是市场经济极少是完全自由的，政府从不干预。政府干预有很多方式，从制定和执行法律法规到设立实体机构直接参与经济活动，比如美国的抵押贷款机构。不过，政府干预经济的最重要方式应该是通过中央银行和财政部的政策措施，努力控制和影响经济周期的上行和下行。

## 中央银行

过去几百年来，国家赋予中央银行巨大的权利和责任，比如美国联邦储备银行。过去中央银行扮演的主要角色是发行货币，以及按照客户要求把货币兑换为黄金或白银。而现在中央银行最关注的是管理经济周期。

早期，很多中央银行发行货币。随着时间推移，中央银行逐步承担起了管理经济周期的职责，它们最关注的问题往往是通货膨胀。特别是在这个世界上，有些国家经历过多次恶性通货膨胀，每年通货膨胀率高达百分之几百，相当于物价每年上涨好几倍，也就是说，货币一年之后贬值到只有年初的几分之一，这就像第一次世界大战后的魏玛共和国时的德国那样。因

此，中央银行转向管理通货膨胀。中央银行管理通货膨胀的目标不是消灭通货膨胀，因为大家普遍认识到：第一，通货膨胀有很多方面像苦口的良药，尽管它的过程有些令人痛苦，但确实也能够带来好处；第二，通货膨胀在很大程度上是不可避免的。因此中央银行的目标不是消灭通货膨胀，而是控制通货膨胀。

通货膨胀的原因有些神秘，就像这里描述的其他过程一样，不可靠，不可持续，时有时无，时断时续。有时候，某种情况会导致的通货膨胀相当严重，但是在其他时候，同样的情况导致的通货膨胀却不温不火，甚至根本算不上通货膨胀。但是总体来说，大家都认为，通货膨胀是经济周期中一波强劲上行所产生的结果。

- 商品需求增长相对而言过度超过供给，此时可能引发“需求拉动型”通货膨胀。

- 生产投入要素的价格上涨，比如劳动力工资和原材料，此时可能引发“成本推动型”通货膨胀。

- 进口国的货币相对于出口国的货币发生贬值时，对于进口国来说，其进口货物的成本会由于货币汇率上涨而上涨，由此可能导致“进口成本推动型”通货膨胀。

上述三个原因，其中任何一个都会导致获得商品的成本上涨，即物价逐步上升。物价上升，就是通货膨胀。但是，正如我刚刚所说的，有时候这些事件发生了，却没有伴随通货膨胀加剧，有时候通货膨胀率上升了，上述这些事情却没有发生，所以在影响所有这些现象的因素里，有很大的心理成分。

因为通货膨胀往往来源于经济的强劲增长，中央银行努力控制通货膨胀，实质上等同于努力抽走经济增长发动机里的部分燃料，而促进经济增长的动力燃料之一就是资金。中央银行的这些措施包括减少货币供给、提高利率、卖出证券。私人部门从中央银行购买了证券之后，这些货币回笼到中央银行手里，退出了流通。流通的货币量少了，往往会减少商品的需求，这样就能抑制通货膨胀。那些强烈专注于把通货膨胀置于中央银行控制之下的中央银行行长被称为“鹰派”，这些鹰派中央银行行长往往会更加快速地做出上述控制通货膨胀的举动，而且其力度相当大。

当然，问题是这类行动本身的效果，是与刺激经济增长政策的效果相反的。中央银行采取的这些措施能够完成把通货膨胀控制在正常水平范围的

目标，但是中央银行这样做也会抑制经济增长，结果就不是对国家有利了。

这个问题现在变得更加复杂了，因为事实上最近几十年来，很多国家的政府还给了中央银行第二个职责——除了控制通货膨胀之外，政府还希望中央银行能够支持就业。当然，经济走强，就业率就会向好。因此，中央银行要鼓励经济增长和就业，就要采取刺激性措施，比如增加货币供给，降低利率，通过买入证券来给经济注入流动性。美联储最近的“量化宽松”计划，就是这样做的。那些强烈关注刺激就业并且倾向于采取刺激经济增长措施的中央银行行长，被称为“鸽派”。

关键是大多数中央银行行长同时肩负两个工作职责：一个工作职责是限制通货膨胀，这就要求中央银行压制经济增长；另一个工作职责是支持就业，这就要求中央银行刺激经济增长。换句话说，中央银行行长的两个工作职责是互相对抗的，因此中央银行行长的工作要求中央银行在采取行动时要小心谨慎，保持微妙的平衡，既要控制通货膨胀，又要促进就业。

我们前面讨论过这个事实，经济是周期性的，有时候会强劲增长，有时候则会增长乏力（甚至会收缩）。一方面，经济上行会促进就业，但是也会引发通货膨胀率上升。另一方面，经济滞胀或者经济收缩，会抑制通货膨胀率上升，但是也会削减就业。所以中央银行行长的工作职责要求他们运用逆周期调节措施的力度要适当。这也就是说，限制周期波动幅度不要过大，在经济过度繁荣的时候要把经济放缓，把通货膨胀控制在目标水平之下；相反，在经济增长过于缓慢的时候，要出台措施刺激经济增长，支持就业。

但是就像投资人看待周期的视野有局限一样，中央银行行长也是人，看待周期的视角也是既看不远也看不准的。而且中央银行行长比一般投资人更难做，投资人只有唯一的目标赚钱，而中央银行行长同时肩负两个任务，刺激经济增长和抑制经济增长，很明显他们根本不可能同时完成这两个目标相反的任务。现在这个时候，中央银行行长应该选择刺激经济还是抑制经济？不管他们选择哪一个目标任务，措施被实施的力度应该有多大？如果利率过低（像2008年金融危机之后美国一直保持零利率来刺激经济增长一样），经济增长仍很乏力（像2008年金融危机之后美国的经济一样），在此种情况下，是不是应该提高利率以提前抑制通货膨胀率上升？但提高利率会不会扼杀美国经济本来就不温不火的缓慢增长？投资人要理解和预测经济周期，是很困难和有挑战性的；

对于中央银行行长来说，控制通货膨胀和促进就业同样不容易。

## 中央政府

政府的职责要比中央银行大多了，其中只有一小部分是和经济事务相关的。就像中央银行一样，政府也有职责要在适当的时候刺激经济增长，同时有职责控制通货膨胀，不过不像中央银行那样直接控制通货膨胀。财政部所负担的经济工作的重点也是管理周期，既不要让经济增长得太快，也不要让经济增长得太慢。

政府管理经济周期使用的主要工具是财政工具。财政工具主要是税收政策和政府支出政策。因此，政府在想要刺激本国经济增长时，可以削减税收，增加政府开支，甚至直接分配刺激资金，让个人和企业有更多的资金来消费和投资。相反，政府认为当经济增长过快而有经济过热的危险时，就会创造条件，让经济增长的速度慢下来，这时政府会增加税收，削减支出，从而减少经济体中的需求，让经济活动放缓一些。

在政府调节逆周期的主题之下，我们最终绕不开政府赤字这个敏感的话题。过去，大多数政府运作要保持预算平衡。简单地说，政府要保持收支平衡，政府花的钱不能超过政府通过征税等途径所收的钱。但是后来国家债务这个概念兴起来了，政府能够借债，从而导致国家财政出现赤字，也就是说，政府花出去的钱超过收进来的钱，政府超支了。

我大概记得，在我年轻的时候，人们关于政府借债是否合理就有过激烈的争论，但是现在关于政府借债这个问题，我们再也听不到很多反对意见了。大家都普遍接受了老百姓可以借钱，国家也可以借钱的观念。但是问题又来了，大家时不时地会争论，到底政府负担多少债务才是审慎的。答案似乎是“不要比政府现有债务水平高太多”。

约翰·梅纳德·凯恩斯在20世纪30年代提出的经济理论中用了很大篇幅，浓墨重彩地阐述了政府面对经济周期所应该扮演的角色。此前的经济学一直特别看重商品总供给在决定GDP水平上所扮演的角色，而凯恩斯的经济理论完全不同，它关注的是总需求在决定GDP水平上所扮演的角色。凯恩斯说，政府应该通过影响需求来管理经济周期。而要完成影响需求的任务，政府可以运用财政工具，其中包括政府财政赤字。

凯恩斯敦促政府伸出援手，促进疲软的经济加快增长，政府所使用的手段就是采取积极的财政政策，增加财政赤字，扩大政府支出，以刺激需求。政府财政支出超过以税收为主要来源的财政收入，其收支相抵之后是净支出，这相当于把资金注入经济。这样就会促进消费支出和投资支出。政府赤字是刺激经济增长的，因此凯恩斯认为，政府赤字有助于应对经济疲软。

相反，当经济增长强劲的时候，凯恩斯说，政府应该增加财政盈余，政府支出要低于财税收入，收支相抵后是净盈余，这相当于把这部分资金抽离

经济，从而抑制消费支出和投资支出，财政盈余是收缩经济增长的，因此是应对经济过热的合理措施。不过，政府运用财政盈余冷却欣欣向荣的经济，这些年来极其少见。就像你参加派对，大家玩得正高兴的时候，没有人愿意扫大家的兴。讲经济首先要讲政治，政府向民众收的税多而为民众花的钱少，那么这届政府所吸引到的选民投票肯定会少。相比之下，其他党派推出非常慷慨大方的政府开支计划，因此吸引到的选民投票也肯定会多。财政盈余政策由此变得十分罕见，比我们现在见到赶马车的鞭子还要稀罕。

## 总结

经济有周期，而周期会走极端，这并不是我们想要的。一方面，经济太过强劲，会引发通货膨胀，让经济增速过高，以致未来经济衰退变得不可避免。另一方面，经济如果太过疲软，就会导致企业盈利下滑，让很多人失业。因此，中央银行和财政部的工作，其中一部分就是管理周期。

既然周期上行和下行可能会走极端，那么应对周期走极端的调节工具应该是逆周期的，我们可以按照它们自身的周期来加以运用。在理想情况下，干预经济周期工具的周期应正好与经济周期走势相反。可是就像其他与周期相关的东西一样，我们要管理这些干预周期的工具，远远没有那么容易。如果不是这样，我们就不会看到这么多经济周期走极端的现象了。

# 06
# 企业盈利周期

决定一家企业盈利的过程既复杂又多变。经济周期对一些企业的销售收入的影响很大，但是对其他企业的销售收入的影响却小得多。这主要是因为企业的经营杠杆和财务杠杆的水平不一样，因而造成销售收入变动对不同企业的盈利影响的程度不同。销售收入变动的百分比尽管相同，但对有些企业的盈利冲击会远远大于其他企业。

我前面说过最近美国GDP的平均增长率在每年2%到3%。在经济疲软的年份，GDP增长率可能低到1%，但是在经济繁荣的年份（或者经济开始复苏的年份），GDP增长率可能达到4%或5%。在困难时期，GDP年增长率甚至会反转，变成负增长。如果连续两个季度经济都是负增长，就会被定义为衰退。总之，美国经济确实会波动，但是波动的幅度还是比较温和的：美国GDP的年均增长率几乎总会落在最高增长5%到最低增长–2%的区间里，而涨到区间上限或者跌到区间下限的极端情形，我们每十年最多只能见到一次。

GDP年均增长率这么稳定，是不是意味着企业盈利的年均增长率也同样稳定？事实远不是如此。企业盈利增长率在经济繁荣的年份会大大超过5%，即企业盈利增长率区间上限会大大高于GDP增长率区间的上限。而在经济糟糕的年份，企业盈利增长率区间的下限会大大低于GDP增长率区间的下限。也就是说，企业盈利波动也遵循一个周期，而且企业盈利周期会受到整个经济周期的影响，但是企业盈利周期的上行幅度和下行幅度，要大大超过整个国家经济周期的震荡幅度。所以企业盈利的波动要比整个国家GDP波动得更大。这是由什么原因造成的？是什么因素导致企业盈利周期的表现明显不同于整个国家的经济周期？

第一，经济的上行和下行，对于企业盈利幅度的上升与下降来说，非常重要。GDP对消费的影响胜过其他任何一个因素，GDP增长得多，意味着更多的消费，而更多的消费意味着对商品更加强劲的需求，而更加强劲的需求意味着，企业能够卖出更多的商品，且卖出商品的价格更高，企业也能提供更多的工作和更高的工资，这又会进一步推动更多的消费。所有这些连锁反应集合在一起，GDP增长就会意味着企业的收入会随之增长。

按照定义，一国之内所有企业的销售收入加总在一起等于整个国家的

GDP，因此所有企业销售总额的变动比值也等于整个国家GDP的变动比值。但是这并不意味着，所有企业的销售收入都遵循和整个国家GDP相同的周期变动模式。

某些行业里企业的销售收入对经济周期的变动是敏感的：经济上行，这些企业的销售额就会随之上升；相反，如果经济下行，这些企业的销售额就会随之下滑。但是另外一些行业里的企业销售收入对经济周期的波动不敏感，而且不同企业的敏感程度差别很大，敏感程度很大的企业销售增长率会比经济增长率大得多，而敏感程度很小的企业销售增长率会比经济增长率小得多。

- 行业的原材料和零部件销售会直接对经济周期做出反应。企业在集中扩大生产的时候，也就是在GDP扩张的时候，需要更多的化工原料、金属、塑料、能源、线材、半导体，才能支持扩大生产，反之亦然。

- 日常生活必需品，比如食品、饮料、药品，对经济周期的波动并不是很敏感。这些日常必需品，人们每天都需要消耗一定的数量，不管经济是好还是坏，所需消耗的数量基本相同。（但是需求并非绝对固定不变：当经济衰退时，人们会消费降级。比如，人们虽然购买同样多的食品，却会买更便宜的食品；人们会减少去餐馆吃饭的次数，而更多地在家里吃饭。到了经济繁荣的时候，人们会消费升级，去购买更好更贵的食品，选择去餐馆就餐的次数也会增加。而且对于那些财务紧张的人来说，他们甚至会减少这些“生活必需品”的开支，因为收入所限，他们要么买食品，要么买药品，要么交房租，只能三选一。）

- 低成本消费品的需求并不会有很大波动性，比如我们日常穿的衣服、读的报纸、网络下载等，但是那些高成本的消费品，比如奢侈品和度假旅游，需求的波动性就很大了。

- 价格高的“耐用消费品”需求，比如个人购买汽车和房子，企业购买卡车和工厂设备，对经济周期高度敏感。其中主要有三个原因：第一，这些是耐用消费品，也就是说它们能够被用上很多年，所以经济疲软的时候，这些耐用消费品的更新可以被延迟，旧的照样可以用，等人们有钱以后再买新的；第二，因为这些耐用消费品，买一次要花人们很多钱，所以当经济困难的时候，人们赚的钱也少，就很难买得起它们，需求自然就减少了，但是当经济繁荣的时候，人们赚的钱变多了，就很容易买得起它们，需求自然就增加了；第三，企业在生意好的时候，需要增加固定资产投资来扩大生产，相反在经济形势不好

的时候，企业的生意也不好，对设备等固定资产的需求也会降低。以上的三个原因造成耐用消费品需求对经济周期高度敏感。

• 人们对日常服务的需求，一般波动不大。如果这些日常服务是必需的（比如每天通勤上班），而且价格很低（比如理发），那么人们对这些服务的需求不会对经济形势的变化高度敏感。此外，这样的日常服务本身和生鲜食品一样，保质期很短，无法被长期储存，我们要天天坐地铁上班，要月月理发，所以这些日常服务我们必须持续不断地购买。但是人们对这些日常服务的需求仍会随着经济变化而改变，比如，平常你一个月理一次头发，遇上经济特别糟糕的时候，你会觉得能省一点儿是一点儿，也可以拖到两个月才去剪一次头发。

此外，某些产品的销售对经济周期以外的其他周期更加敏感。因为耐用品比较昂贵，我们可以贷款购买，然后选择分期还款，所以（如果在其他方面都相同的情况下）人们对耐用品的需求会对信贷周期非常敏感。贷款融资容易，人们对这些耐用品的需求就会上升，贷款融资困难，人们对这些耐用品的需求就会下降。人们对另外一些商品的需求会受到非周期性变化因素的影响，例如，增加人们对智能手机和笔记本电脑更新需求的敏感因素有：降价促销、推出新款、技术改进。

不过，在很大程度上，经济增长仍然决定了企业销售规模扩大或缩小的过程。GDP增长强劲，企业销售额一般也会强劲增长；GDP增长乏力，企业销售额一般也会增长乏力；GDP下滑，企业销售额一般也会下滑。

~~~

但是经济增长和企业利润增长之间的关系并非强关联。这是因为经济周期的运行并不是影响企业销售状况的唯一因素（就像我们前面刚刚讲过的那样），而且企业销售额的变动不一定会导致企业盈利发生同等幅度的变动。造成后一种现象的一个主要原因是，大多数企业都运用了两种杠杆，从而放大了盈利变化对销售变化的反应程度。美国人称之为杠杆（leverage），英国人称之为传动装置（gearing），后者传达的意思更明白。

第一类杠杆是经营杠杆。盈利等于收入减去成本（或者费用）。收入是销售的结果，我们知道很多原因会导致销售收入发生波动。成本也受到很多因素的影响，从而导致不同类型的成本以不同的方式发生波动，特别是成本对销售变化的反应。

大多数企业的成本都可以分为三类：固定成本、半固定成本、可变成本。
~~~

我们以一家出租车公司为例来进行说明：

- 固定成本。这家出租车公司的总部设在一幢商务办公大楼里。如果公司客流量增加不大，公司总部就不需要为此增加更多的办公面积。但是即使客流量下滑了一些，公司总部的办公面积也不能马上减少。所以出租车公司总部办公室的成本属于固定成本。

- 半固定成本。出租车公司有一个出租车车队。现在，客流量有所增加，现有的车队规模也可以应付，但是如果客流量再大幅增加，并且超出车队现有规模的最大运输能力，那么出租车公司就必须添置更多的车辆。所以，车辆成本对于出租车公司来说属于半固定成本。

- 可变成本。出租车行驶需要加油。如果出租车业务量增加导致行驶里程增加$X\%$，那么基本上耗油量也会增加$X\%$。所以对于出租车公司来说，汽油成本属于可变成本。

以上三类成本之和就是公司的营运总成本。而这三类成本对销售收入的敏感程度不同。比如，这家出租车公司的客流量增长20%，销售收入也会增长20%，但是公司总部办公室的开支不用增加；公司购买出租车的成本，一开始不需要增加，也许后来当车辆数量不能满足大幅增长的需求时，公司就需要购置新车，相应地车辆成本就会增加；汽油费用会马上随着需求增长，而且同步增长。因此，出租车公司的总成本会随着客流量的增长而增长，但是总成本的增幅往往低于收入的增幅。这就会导致公司的边际利润率上升，也就是我们常说的毛利率上升。这意味着公司营业利润增长幅度要大幅超过其销售收入增长幅度。这就是经营杠杆：一个百分点的经营收入增长，能够撬动营业利润增长更多百分点。一般来说，企业的总成本中，固定成本比例越大，可变成本比例就越小，这就会导致企业经营杠杆水平越高。

经济形势良好，企业销售收入增长，这时候经营杠杆对企业是一件好事，它会让企业利润增长幅度大于销售收入增长幅度。但是，经营杠杆是一把双刃剑，如果经济形势不佳，企业销售收入下滑，那么这时候经营杠杆对于企业来讲就不是什么好事了：企业利润下滑幅度会超过销售收入下滑幅度，销售收入如果下滑得太多，甚至会让企业从盈利变成亏损。但是，企业可以采取措施来限制销售收入下滑对盈利的影响程度。这些措施包括裁员和关店。但是这些措施不一定有效，因为以下四个原因：（1）这些节省开支的措施需要一段时间才能产生实际效果；（2）有些节支措施反而会在短期内增加费用支出，比如，裁员意味着马上要支付一大笔人员遣散费；（3）这些节支措施通常只能限制负面效果，并不能彻底消除负面效

果；（4）这些节支措施的实际效果很少能够达到人们的预期。

第二类杠杆是财务杠杆。比如，一家企业的营业利润从3 000美元下降到2 000美元，下降幅度为1/3。如果这家企业需要30 000美元的资本投入，且资本完全来自股东的股权投资，那么这意味着公司一分钱也不用向银行借就能筹到足够多的钱，一分钱利息公司也不用付。所以公司营业利润下降多少，属于股东的净利润也会相应地下降多少——这家公司的净利润也会下滑约33%。

但是大多数公司所筹集的资本都是既有股权融资，又有债务融资的。相对于股权投资人，即股东来说，持有企业债权的债权人相对而言拥有优先地位，股权投资人首先承担亏损。也就是说，如果公司盈利下降，那么下降的部分完全由股东来承担；公司发生亏损，也首先要由股东承担亏损，公司用股东投入的资本来弥补亏损，直到属于股东的权益资本被全部用完，如果这还不够弥补亏损，那么剩余的亏损才会由债权人来承担。所以只要公司账上还有股东权益，债权人的投资收益就不会发生改变，不管公司亏损多少，亏的都是股东的资本——债权人只管收利息，公司承诺支付多少利息——即便公司发生亏损——就要支付承诺的金额。（这也是为什么债券和票据都被称为“固定收益证券”——它们的收益一直是固定的。）

我们假设这家企业30 000美元的资本结构是这样的：15 000美元权益资本，15 000美元债务资本（公司每年需要支付1 500美元的利息）。这意味着，如果营业利润从3 000美元下降到2 000美元，那么净利润就会由原来的1 500美元（息税前利润3 000美元–利息1 500美元），下降到只有500美元（息税前利润2 000美元–1 500美元），营业利润减少了1 000美元。也就是说，营业利润从3 000美元下降到2 000美元，下降幅度为1/3，会导致这个企业的净利润从1 500美元下滑到500美元，降幅为2/3，你会看到净利润的下滑幅度把营业利润的下滑幅度放大了1倍。这种净利润下滑幅度放大营业利润下滑幅度的效应，就是财务杠杆发生作用的结果。

~~~

决定一家企业盈利的过程既复杂又多变。经济周期对一些企业的销售收入的影响很大，但是对其他企业的销售收入的影响却小得多。这主要是因为企业的经营杠杆和财务杠杆的水平不一样，因而造成销售收入变动对不同企业的盈利影响的程度不同。销售收入变动的百分比尽管相同，但对有些企业的盈利冲击会远远大于其他企业。

当然，一些经济系统之外的另类因素的变化，也会对企业盈利造成非常大的影响。这些特殊情况的变化包括：管理层对存货、生产规模和资本投资
~~~

的决策；技术进步（包括企业部门、同行业竞争对手，甚至其他竞争行业中的企业的技术进步）；法律法规和税收政策的变化；行业以外，甚至企业界以外的外部因素的变化，比如天气、战争、时尚潮流。尽管宏观经济周期为企业销售收入和盈利变化提供了大背景，但是我们并不能由此就简单地认为，经济周期波动有多大，企业销售和盈利预期也会有多大，相反，企业销售收入和盈利的波动可能比经济周期的波动大得多。这些特殊的另类因素的变化是最主要的原因。

接下来，我想多花点儿时间讨论科技这个话题。“毁灭”这个词现在很流行，新技术能够毁灭传统行业，也能够创造新竞争，从而摧毁这个行业里的企业曾经一直享有的高毛利率。报纸行业就是一个很好的例子。其实在20世纪90年代，报纸行业非常风光：

- 20世纪90年代，大家都把报纸看作不可或缺的信息来源。
- 大多数人天天买报纸，甚至每天买两份报纸，他们在上班的路上买一份报纸看，在下班回家的路上再买一份其他报纸看，而且报纸很便宜，买一份报纸花不了人们多少钱。
- 你即使在星期一买了一份报纸，到了星期二你也得再买一份报纸。报纸没有“保质期”，也不能被延长使用，新闻一定要新鲜。
- 本地企业，比如电影院、二手车市场，想要把信息传达给目标客户，只有很少几个信息传播渠道，报纸就是其中之一。而且在本地广告业务上，外地报纸根本竞争不过本地报纸。
- 一家报纸的竞争主要来自其他报纸、电视台、电台。可是一旦一家报纸在一个城市里牢固地建立起了自己的地位，它就很难被取代，因此，报纸企业可以被看作拥有强大“护城河”的企业。

以上这些因素的综合作用，让报业就像无法被攻破的堡垒一样牢固，所以市场都把报业企业的股票视为“防守型”股票，因为报业企业的收入和盈利高度稳定。

可是，随着互联网、其他形式的在线社交媒体程序和手机应用程序变得越来越普及，它们断掉了报纸的大部分财源，而这一过程只用了不到20年的时间。现在，很多企业都在竞相把信息直接传递给消费者。报纸在奋力挣扎，想要保持住市场份额和盈利能力，而现在“免费”已经成了数字世界中很多方面的典型特征，并把报业百年来的传统业务模式打得七零八落。

百年报纸行业完败给网络，给我们提供了一个很好的案例。它告诉我们，企业系统、行业系统和经济系统以外的另类因素，对一家企业的销售收入和利润造成了天翻地覆般的巨大影响——完全偏离经济周期以及传统的企业盈利周期。但是，技术本身是否也有周期？有，即一个技术从诞生到繁荣，再到被新的技术取代。几年前才诞生的创新性技术，短时间内就会被更具创新性的技术快速取代，技术迭代的速度越来越快。大家原来认为有些行业是铁打的饭碗，不会被创新性的新技术毁灭，这些行业的数量现在看起来每天都在缩减。

三四十年前，整个世界看起来还是很稳定的，为人们提供了一个相对而言基本不变的大背景。人类生活，经济发展，包括经济周期在内，像一出戏剧，一幕一幕地逐渐上演，而且日益丰富多彩，和长期基本不变的世界大背景形成鲜明对比。现在，主要因为科技的发展进步（也包括社会和文化方面的发展变化），再也没有任何东西看起来会是一成不变的。事实上，很多东西实在发展变化得太快了，以致我们大多数人都跟不上周围世界的快速变化了。

# 07
# 投资人心理和情绪钟摆

企业周期、金融周期、市场周期，在上行阶段大多都会走过头，不可避免地在下行阶段也往往会走过头。这种周期容易走过头的现象，都是投资人心理和情绪钟摆摆动过度所造成的结果。因此，理解和警惕市场心理和情绪走过头，是对投资人的入门级要求。只有这样，人们才能避免周期性波动走极端造成的伤害，也才有希望从中获得盈利。

到现在为止，我们讨论过了经济周期、政府调节逆周期和企业盈利周期。在很大程度上，这三大周期为投资提供了大背景或者投资环境。这三大周期对于投资来说都可以算作外部性因素，它们各自按照自己的流程独立运行。但是，如果你认为经济周期、政府调节逆周期、企业盈利周期的运行是“机械性的”，可以完全控制投资结果，那么你低估了心理或者情绪的角色。我经常交替使用心理和情绪两个词（心理和情绪肯定是不同的，但是我一直找不到一个很好的区分方式，所以我会跟着个人感觉来交替使用这两个词）。

首先，心理和情绪的摆动会强烈地影响经济周期和企业盈利周期，我们前面已经说过了。其次，情绪和心理的摆动，在引发投资世界的上涨与下跌上，扮演着非常突出的角色，在短期内尤其突出。

正如我在第1章中所说的那样，周期和钟摆这两种现象之间并没有根本性差别。事实上，如果想让我和大家更加轻松，我可以把这一章的标题改成“心理周期”，用学术界统一使用的命名系统来命名这种现象，这样可以省去我这个作者和读者的很多麻烦。但是由于某些说不清道不明的原因，我早在1991年4月写给客户的第二份备忘录《第一季度表现》中，就开始用“钟摆”这个词比喻投资人的心理和情绪变化了。从此之后，我就和钟摆这个词分不开了，过去26年来，我一直用钟摆这个词，已经习惯了，所以我现在还是会继续用钟摆这个词来形容投资人的心理和情绪。

我先介绍一下我所说的钟摆的意思，为此我要引用备忘录《第一季度表现》中的内容：

> 证券市场中的情绪波动，就像一个钟摆的运动一样。这个钟摆来回摆

动，形成一道弧线，弧线的中心点完美地描述了这个钟摆的“平均”位置。但是事实上，钟摆待在这个弧线的中心点位置的时间极短，一晃而过。相反，钟摆几乎大部分时间都在走极端，弧线两端各有一个极端点，钟摆不是在摆向极端点，就是在摆脱极端点。但是每当钟摆接近极端点的时候，不可避免的结果是，钟摆会反转方向摆向弧线的中心点，或早或晚，反正肯定会反转。事实上，正是钟摆摆向极端点这个运动本身，为钟摆后来反转方向回归中心点提供了能量。

投资市场也形成了类似钟摆一样的摆动：

- 从兴奋到沮丧；

- 从为利好事件欢呼庆祝到为利空事件忧虑不安；

- 从价格过高到价格过低。

这种从一个极端到另一个极端的摆动现象，是投资世界最确定的特征。投资人心理像钟摆一样，很多时间都在走极端，要么走向一个极端，要么走向另一个极端，投资人很少停留在中心点上，很少走令人幸福快乐的中庸之道。

我重新回到投资人情绪像钟摆这个话题，在2007年7月我写了一份投资备忘录《一切都好》，在做出一个新的评论之前，我又列举了我观察到的像钟摆一样摆动的6个投资因素：

- 从贪婪到恐惧；

- 从乐观到悲观；

- 从风险忍受到风险规避；

- 从信任到怀疑；

- 从相信未来的价值，到坚持现在要有实实在在的价值；

- 从急于购买到恐慌卖出。

我觉得特别有意思的是，上面所列举的这些两极分化现象，其实在很大程度上是互相交织的。当市场强劲上涨一段时间后，我们无一例外地会看到上面所列的这些两极分化现象像钟摆一样摆到前一个极端；而当市场持续

下跌了一段时间之后，我们会看到上面所列的这些两极分化的现象像钟摆一样摆到后一个极端。我们极少看到前后两类极端现象混合的情况，因为其实每个两极分化现象的前后两个极端都是互为因果的，一个极端引发相反的另一个极端。

后来我还写了很多关于投资人心理和情绪像钟摆的东西，和我在本书第1章中所讲的周期完全一致。钟摆总是在摆动，摆向一个极端或者另一个极端；接下来，它摆到一个极端，到此为止，然后，钟摆开始反转，掉头摆向中心点，钟摆回归中心点的推动力是动能的反转。也可以说，钟摆往往会摆回中心点或者回归平均值，但是就像大多数周期一样，钟摆经常摆过头，从中心点一晃而过，继续摆向另一个极端，和它开始摆动时所在的那个极端完全相反。

～～～

为什么心理和情绪钟摆很重要？我在本书里所谈的经济周期、企业周期、信贷周期、市场周期向上摆动或者向下摆动会走过头，主要因为（也代表着）投资人的心理和情绪走过头了。

- 经济产出和企业盈利的年增长率，从长期趋势线来看只是温和增长，但是参与者的决策加剧了周期性，导致增长速度高到很不正常（这并不同于经济从衰退开始复苏的那种正常的高速增长）。这经常代表投资人过于乐观、人为地进行扩张，后期一定会有大幅收缩，因为大涨之后往往会有大衰退。

- 同样，理性来看，长期而言，股票总体上提供的投资收益率水平，应该大致相当于企业本身所发放的股票红利加上企业盈利符合长期趋势线的增长率。如果企业股票的收益率大幅超过企业红利加上其潜在收益率水平，并持续相当长一段时间，那么这种股票的收益率可能会被证明过高了。这相当于透支了企业未来的盈利，让企业的股票变得危险了——意味着股价将会出现一波向下修正。

企业周期、金融周期、市场周期，在上行阶段大多都会走过头，不可避免地在下行阶段也往往会走过头。这种周期容易走过头的现象，都是投资人心理和情绪钟摆摆动过度造成的结果。因此，理解和警惕市场心理和情绪走过头，是对投资人的入门级要求，只有这样，人们才能避免周期性波动走极端所造成的伤害，也才有希望从中获得盈利。

我们一提到增长和升值，就会让人感觉是“对的”，是“健康的”。但是如果

这些市场参与者以那些股市长期收益率的正常水平为参照来建立自己的投资行为，那么整个投资世界会更加稳定，不可能会有狂风巨浪，他们也不会轻易犯错。相反，投资人往往不满足于获得长期正常的收益率水平，而是时不时地总想得到更多的收益，这种内心的贪婪种下了祸根，反而让投资人高位追涨，结果他们最终实际得到的收益更少，连长期平均水平也达不到。投资收益率能够达到正常的平均水平，即相当于企业红利加上长期潜在盈利增长率，投资人就应该心满意足了，但这种中庸之道并不符合人的本性。我在2004年7月写的投资备忘录《良好平衡》中，讨论了为什么正常收益率水平看起来很美却并不适用的问题，现在我把数据更新到2016年，原文不变如下：

> 总而言之，所有投资人的态度和行为的波动合在一起，会让股票市场成为一个超级钟摆。我在投资行业经历过47个完整年度，从1970年到2016年，标准普尔500指数收益率最高的那个年度上涨了37%，收益率最低的那个年度下跌了37%。但是长期来看，好年份和坏年份相互抵消，股市长期收益率通常为每年收益率的10%左右。过去，能够一直取得这样的平均业绩表现，每个人都会很开心，都想再多获得几年这样的业绩。
>
> 但是请记住，一个摆动的钟摆，也许会摆到中心点——相当于“平均水平”，但是它其实在这个中心点停留的时间极其短暂，可以说是一晃而过。同样，金融市场这个超级钟摆也是如此，在“平均水平”这个中心点停留的时间也极其短暂。有个问题很有意思，它很好地描述了这个现象，请你来回答一下：我从1970年到2016年经历了47个完整年度，算下来我的年平均收益率为10%。这47年里有多少个年份股市的收益率处于“正常水平”加减2%，即处于8%~12%的合理区间之内？
>
> 我自己预期的答案是“不是很多”。但是我一算，自己也大吃一惊，竟然只有3个年度。我做投资47年，竟然只有3个年度的股市收益率处于正常水平，平均16年才遇到1年股市是正常的！我同时很吃惊地看到，股市年收益率（偏离“正常水平”20个百分点，即上涨超过30%或者下跌超过10%，可以说是大幅偏离正常水平）这47个年度里有13个年度大幅偏离正常水平，占比超过1/4。所以，有件事我敢拍胸脯自信地说，股票市场表现符合正常水平绝对不是正常现象，所谓的常态其实是非常态。股票市场如此大幅度波动，根本不能用企业、行业、经济这些基本面变化来解释。股票市场经常大幅偏离正常收益水平，在很大程度上要归因于投资人的心理和情绪像钟摆一样大幅摆动。
>
> 最后我要说的是，这些年来，股市年收益率达到极端水平的时间，并

不是随机分布的。相反，股市收益率达到极端水平的年份是成群结队地连续出现的，这是因为投资人的心理摆动往往会持续相当长的一段时间，就像赫布·斯坦因那样，一直持续到停止为止。这47个年度，出现了13个极端的大涨年份和大跌年份，大多数时候，都是两个同样方向、同样极端的年份先后出现，它们只相隔一两年。

实际情况会怎么样？

有些股市格言所讲的道理久经时间的考验，可以说颠扑不破，其中有一句话说得很好：“市场在贪婪和恐惧之间来回波动。”之所以如此，其根本原因在于：投资人的心理和情绪在恐惧和贪婪之间来回摆动。换句话说，有时候人们感觉良好，积极乐观，预期好事会发生，而且后来情况确实如此，此时，投资人就会变得贪婪，什么都不顾了，心里只想着赚大钱。贪婪让人争抢着去投资买入，结果大家纷纷开出更高的价格，从而导致市场上涨，资产升值。

但是反过来，有时候投资人感觉不好，预期就变成负面的了。在这种情况下，恐惧主导了投资人的心理和情绪。投资人不再一心只想着赚钱了，而是担心会亏钱。这就导致投资人买进的数量减少，原来推动资产价格上涨的动力就会消失，市场涨不动了。后来投资人甚至开始卖出了，从而使价格下跌。处于恐慌状态时，投资人的情绪带来了巨大的反向力量，让市场转为熊市。

投资人的心理和情绪像一个钟摆，在贪婪和恐惧两个极端来回摆动。我在2004年7月写的投资备忘录《良好平衡》中探讨了这个主题：

> 当我还是一个菜鸟分析师的时候，我经常听到这句投资格言：“推动股市涨跌的是贪婪和恐惧。”当市场环境处于健康的平衡状态时，一场拔河比赛就开始了：一边是乐观派，想的是要挣钱；另一边是悲观派，想的是别亏钱。乐观派想要买入股票，即使今天的买入价高于昨天的收盘价，他们也要买入；而悲观派想要卖出股票，即使今天的卖出价低于昨天的收盘价，他们也要卖出。
>
> 很多时候市场涨也涨不了多少，跌也跌不了多少，因为这场拔河比赛背后的心理是双方势均力敌，绳子两头的人的重量不相上下，或者绳子两头的人的心理预判旗鼓相当。也许乐观派占据优势，持续了一段时间，可是乐观派争抢着出更高的价格买入，推动证券的价格越来越高，在达到极点后，价格再也涨不动了，于是悲观派重新夺回优势，卖出的力量压过乐观派买入的力量，股价开始下跌……

在我投资职业生涯的初期，没过多久的时间，我就明白了，推动市场涨跌的经常是“贪婪和恐惧”。市场就是买方乐观派和卖方悲观派双方的拔河比赛，可是在比赛的紧要关头，会有很多人突然叛变，从绳子这头的队伍退出，加入绳子另一头的队伍。这会让绳子的一头拥有压倒性优势，贪婪或者恐惧统治整个市场，结果让市场急剧变化。一个极端的情况是，投资人的心理和情绪里完全只有贪婪，没有一丝恐惧，这时每个人都只想买入，没有一个人想要卖出，很少有人能够找到价格不会上涨的理由，所有的理由都支持价格会继续上涨。就这样，价格涨起来了，而且往往是跳跃着蹿升，人们看不到有调节器控制上涨的速度。

很明显，1999年科技股大牛市就是如此疯狂。当时贪婪主导了整个市场。那些没有参与这波疯狂大牛市的人，只能被迫眼睁睁地看着别人发大财。“谨慎的投资人”不敢买入，两手空空，看着别人买入赚大钱，感觉自己当初不买真是愚蠢。推动市场大涨的买方一点儿恐惧的感觉也没有。“这是新范式，”买方大声吹响战斗的号角，“赶紧上船吧，要不然你又错过这班船了。顺便说一下，我现在正在买入的价格肯定不会过高，因为市场总是有效的。”每个人都发现越买越涨，于是越涨越买，这就形成了良性循环，让科技股持续不断地涨下去，好像它能够上涨到永远。

但是最终，有些事情变化了。有一块儿绊脚石把公司的好事绊住了，或者是一家知名的公司公告出了问题，或者是一个外部性因素突发干扰。市场价格下跌了，可能因为价格涨得太高、重量过大而自然回落，也可能因为市场心理没有征兆地出现反转而让价格下跌。可以肯定的是，我认识那么多投资人，没有一个人能够说清楚到底科技股泡沫破裂的原因是什么。但是不知什么原因，市场上贪婪的气氛很快蒸发了，恐惧心理开始主导市场。原来大家都在说“赶紧买入，要不然你就错过机会了”，现在大家的说法换成了“赶紧卖，要不然股价就要跌到零了”。

恐惧情绪开始占据上风。人们担心的不是错过机会不能赚钱，他们担心的是亏钱。人们原来是非理性繁荣过度乐观，现在却是过度谨慎。1999年，上市公司乐观地预测，未来十年像是天上掉大馅饼一样，投资人一听都热烈欢呼，而且深信不疑。过了3年，到2002年，投资人的心态就全变了，他们深受公司丑闻折磨，气得大叫：“我再也不会相信上市公司的管理层了！”他们愁得大叫：“我怎么能保证上市公司的财务数据准确可靠呢？”结果造成股价大跌，债券价格也大跌，比如，几乎没有人愿意买入丑闻缠身的上市公司所发行的债券，即使它们跌到了白菜价也没人要。正是在市场从贪婪到恐惧走到极端的时

候，市场也会显现出最大的投资赚钱的机会，就像2003年的不良债权市场的行情那样。

“贪婪与恐惧”是一个明显的心理和情绪的连续统一体，一个极端是恐惧，另一个极端是贪婪，投资人的心理和情绪在二者之间连续不断地来回摆动，这清楚地解释了很多投资方面的问题。还有其他关键的心理和情绪摆动吗？还有很多，其中大部分的运行方式都类似于从恐惧到贪婪这个钟摆。这种情况往往并非巧合。衡量投资人心理和情绪的各种指标之间是相关的。这里我列举几个例子。

从贪婪到恐惧的摆动，其底层是从兴奋到沮丧的摆动。正如前面所描述的，可能不能简单地说，是那些利好事件导致了贪婪产生。那些利好事件先让投资人过度兴奋，然后这种过度兴奋引发了贪婪。相反，负面的利空事件导致了投资人心情沮丧，而沮丧又引发了恐惧。兴奋和沮丧这两种基本情绪，导致了市场随后发生从贪婪到恐惧的摆动。

兴奋的投资人一看现在的发展很好，内心就会十分兴奋激动，再一想明天会更好，就会更加激动。这会助长他们的赚钱美梦，提高他们的盈利预期。相反，悲观的投资人不可能感到乐观，从而产生贪婪。你好好想想，兴奋和恐惧无关，沮丧和贪婪也无关。

同样的方式，我们从贪婪和恐惧往下深挖一层，能看到投资人也会在乐观主义和悲观主义之间摆动，利好事件通常会让人预期有更多有利的事件和更加有利的结果……这种心态大家都很熟悉，即乐观主义。乐观主义通常会成为贪婪的温床。你想想看，如果人们的预期是负面的，那么你觉得他们会因此变得非常贪婪，并受到贪婪驱使大量投资买入吗？如果谁这样想，那么他肯定是脑子出了问题。很明显，乐观主义和悲观主义驱动着人们的其他情绪，并影响人们的行为。

～～～

我想讨论的下一个心理和情绪的钟摆现象是，投资人会在信任和怀疑之间摆动，一个极端是过度信任，执迷于未来盈利的可能性，另一个极端是过度怀疑，坚持一定要得到实实在在的有形价值——不是远在天边而是近在眼前的，不是未来得到而是现在得到的。

有时候，通常是世界局势良好而且资产的市场价格正在上涨的时候，就算关于公司未来发展的那些利好故事被吹得再离谱，投资人都愿意全盘接受，尽管这些资产的价格已经上涨了很多，风险也提高了不少，但是投资人仍旧相信价格还会涨，宁愿承担高风险。于是他们高位追涨买入。但是

当情形改变，变得糟糕的时候，他们会变得过度保守，更容易排斥看好未来的预测，即使这样的预测相当合理，他们也根本不会相信，完全拒绝买入。此举很大程度上只是因为市场价格已经下跌了。实际上，资产的价格更便宜了，未来赚钱的可能性反而增加了。

有些投资人根据盈利来估值，需要花很多时间预测今年整个年度的盈利情况，以及未来长期盈利的增长率。有些投资人根据资产来估值，需要下很大功夫评估企业的有形资产价值、无形资产价值、业务竞争优势价值（用来预测别人愿意出多少钱收购这些资产，以获得相关业务的竞争优势）。还有一些人想另辟蹊径，从其他方面来寻找估值的线索：兼并收购，资产负债表重组，从私有企业转为上市公司交易。有些投资机构专门做估值，它们利用这些估值方式，还有其他很多估值方式预测未来，再按照这些预测对企业进行估值。

我举一个例子。2000—2001年，橡树资本管理的不良债券基金，投资几亿美元购买了一些破产通信公司的不良债权。从每笔不良债权投资来看，按照购买价格推算的这家通信公司的整体价值，都只相当于这家公司投资的交换机和光缆这些硬资产的历史成本的一小部分。要是能把这些设备转手卖出去，只要比它们的历史成本高一个百分点，我们就能赚大钱。

第一笔资产销售做得很顺利，我们一下子就赚了50%，但是此后不久，就再也没人来竞标买入这些资产了。购买我们出售的电信资产的第一个买家非常开心，觉得自己占了大便宜，后来的潜在买家却回避了这些资产，再便宜他们也不买了，因为后来这类资产的供给严重过剩了。这件事让我想明白了，1999年，那些电信企业对未来的业务增长预测如同鲜花盛开一般灿烂，且投资人完全接受，愿意出高价为如此美好的未来买单。但是到2001年，投资人看明白了，那些电信企业所说的美好未来大部分都是虚构的，一分钱也不值，因为整个电信行业的供给能力远远超过了现实需求，也超过了未来几十年的需求。这些过剩设备的供给能力，投资人这辈子都看不到其全部被消化吸收的那一天。投资人对未来纳入估值的接受意愿，也表现出一个起伏的周期，这个周期是现在威力最强大的周期之一。

一个关于房地产的简单比喻，帮助我想明白了这种现象：一座空置的大楼值多少钱？第一，这座大楼当然有重置价值，重新盖一座大楼，需要花很多钱；第二，大楼既然空置，自然一分钱的收入也产生不了；第三，大楼虽然不赚钱，但仍然要天天花钱，包括税收、保险、最低程度的维护、支付贷款利息，还有机会成本。换句话说，这个空置的大楼就是一个大坑，你得不断拿钱往里填才行。投资人如果正处

于悲观的情绪之中，就根本看不了太长远，只能看到未来几年，他们只会想这栋大楼这几年不能带来收入，只会产生支出，是一个现金流为负的无底洞。他们根本不可能想象得到，将来会有一天，这栋大楼能租出去，变成赚钱的聚宝盆。但是当他们的情绪转为积极向上，对未来的盈利潜力的兴趣高涨起来时，投资人就会憧憬美好的未来，整个大楼都租出去了，天天都能够进账很多现金，它简直是一棵摇钱树，因此，就算是高得离谱的价格，也会有人愿意买它。

投资人愿意把价值归于未来的意愿变化，代表着一栋大楼从全部出租到全面空置的摆动变化。这种从未来价值为零到价值都在未来的钟摆摆动的影响力极其强大，我们千万不可以低估。（2004年7月投资备忘录《良好平衡》）

卓越投资人的特征是成熟、理性、善于分析、客观、不受情绪左右，因此他们能够彻底地深入分析投资基本面和投资环境，并在此基础上计算出每个潜在投资资产的内在价值。当这个资产的市场价格相对于内在价值被打了很大折扣，或者内在价值未来有很大的增长潜力时，卓越投资人觉得以现在的市场价格买入是一个好主意，就会出手买入。

卓越投资人会努力在恐惧和贪婪之间保持适当的平衡。恐惧的同义词其实是风险规避、厌恶损失、关注不确定性和随机性；而贪婪的同义词是野心、进取、贪得无厌。所有人都会感觉到这些情绪，但是卓越投资人会让这些相互矛盾的情绪保持平衡。两股对抗的力量相互抵消，形成一股合力，引导卓越投资人的行为变得更加负责任，更加明智，更加平和。

但是以下几点非常重要：

- 很少有人总能够做到心情平和，不被情绪所困。

- 因为这个原因，只有少数投资人能够树立标杆，界定中心点的位置，而且能够一直处于贪婪与恐惧平衡的中心点上，不管未来如何发展变化，他们都能一直保持平衡，既不太贪婪，也不太恐惧。

- 相反，大多数投资人都是在贪婪和恐惧之间大幅摆动，在情绪乐观时变得过于贪婪，在情绪悲观时变得过于恐惧。

- 大多数投资人的心理和情绪，是在错误的时候摆动到错误的位置。利好事件出现导致市场过度兴奋，因而他们纷纷买入，推高价格直至过高水平，这时大多数投资人却变得更加贪婪，还想进一步追高买入。相反，不利事件出现导致市场过度沮丧，因而他们纷纷卖出，压

低价格直至过低水平，这时大多数投资人却会变得更加恐惧，还想进一步杀跌卖出。

关于投资人心理和情绪的摆动，我在2016年1月写的一份投资备忘录《投资心理学》中这样写道：

> 不客观、不理性的古怪想法，会以很多种方式普遍影响人类行为。就像卡罗尔·塔维里斯在2015年5月15日的《华尔街日报》发表文章，评论理查德·塞勒教授的书《“错误”的行为》时所说的那样：
>
> “作为一个社会心理学家，我很多年来一直觉得那些经济学家实在太有趣了，他们竟然会假设人是‘理性人’，简直太稀奇古怪、太荒谬离谱了。人是理性的？这些经济学家是活在地球上的地球人吗？甚至早在50年前，实验研究就表明，人总会一直坚持自己明显错误的决策，而不是承认错误，改变主意；人总会在吃大亏之后急于想要捞回损失，却亏得更多；人在预测错误之后只会给自己找理由，却死也不会承认自己的预测错了；如果得到的事实信息不符合自己的想法，人经常不是改变想法，而是改变信息、抵制信息、歪曲信息，甚至主动拒绝信息。”
>
> 我们要搞清楚事件的来龙去脉、重要性、潜在后果，非常困难。这种困难很大程度上来自投资人心理上的怪癖，而且反馈会加剧投资人的反应，因此投资人容易过于强调好的一面或者坏的一面，而不是用平衡、客观的方式来同等地看待事件好坏两个方面。出现好消息，加上积极正面地解读，已经能够强劲地推动价格上涨，这时大多数投资人会变得很乐观，迫不及待地想要买入……如果出现坏消息，那么结果正好完全相反。当你回头审视时，情况会更加明显。因此，理解人的心理和情绪如何走极端，并积极地应对这一点，给我们指出了一个有望改善投资业绩的好方法。

可以肯定的一点是，心理和情绪确实会像钟摆一样摆动，大多数人的行为也会随着心理和情绪的摆动而摆动。人在恐惧和贪婪之间摆动，就是一个最典型的心理和情绪的钟摆。事实上，这不但解释了大多数投资人的行为，而且如果把投资人当作一个整体来看，这也解释了整个市场的行为。事件利好，人们的心理和情绪就积极向上，市场也会跟着人们的情绪向上走；而事件引发了利空消息，人们的心理和情绪就变得消极，市场就会跟着人们的情绪向下跌。

钟摆在弧线中心点停留的时间很短。相反，钟摆经常摆向弧线的一个极端，首先它从一个心理和情绪的极端反转，因为这个极端要么高得过头了，要么低得过头了，反转之后，它向中心点回归，但是到了中心点之后，它并不停留，而是继续向另外一个极端摆动过去。

卓越投资人抵制心理和情绪过度，因此拒绝参与心理和情绪的摆动。我认识的那些投资高手，绝大部分人天生就是那种不容易被情绪左右的人，事实上，我相信，他们不容易被情绪左右的性格，是他们投资成功的最重要因素之一。这是我观察到的保持时间最长的分析结论之一。与此相关的是，投资人经常问我的一个问题：人能不能学会没有情绪？我的回答是："也能，也不能。"我认为，要学会警惕情绪可能造成的不良影响，努力抵制这些情绪的不良影响，是有可能的。但是我也认为，那些天生不容易情绪化的人，做起投资来会容易得多。缺少情绪是上天赐予投资人的一大优点。它在投资上是优点，但是在其他领域，比如在婚姻上，可能就是上天给你的一大缺点了。我的意思并不是说，一个容易情绪化的人不可能成为卓越投资人，但是他们需要花很大精力去自我体察自己的情绪，自我约束自己的情绪。

～～～

以上所说的各种不同的情绪钟摆会交织在一起，这一点非常重要。此外，还有一点也很重要，这些钟摆现象之间有因果关系。就像利好事件发生，会让人产生极度兴奋的心理和情绪，而极度兴奋的情绪又会催生乐观主义，乐观主义又会导致贪婪程度增加，所有这些因素都像钟摆一样摆动。它们的摆动加在一起，导致投资人对事件的感觉也会发生摆动——一个极端是他们感到一片光明，另一个极端是他们感到一片黑暗。你的情绪是什么颜色，你对事件的感觉就是什么颜色，投资人的情绪色彩不断发生变化，投资人对事件的感觉也会随之不断地变化，这种带有情绪色彩的感觉反馈会带来更多的兴奋、乐观、贪婪。

我在2016年1月的投资备忘录《投资心理学》中如此描述这种现象：

> 投资人之所以不能得到恰当的结论，最重要的因素之一是他们评估世界往往利用情绪主义，而不是利用客观主义。投资人的错误主要有两种形式：选择性感觉，歪曲性解读。也就是说，有时候投资人只注意利好的事件而忽视利空的事件，有时候情况正好完全相反，他们只注意利空的事件而忽视利好的事件。有时候投资人看问题用的是正面的积极向上的视角，有时候他们用负面的消极视角。但是，投资人对事件的感觉和解读极少是平衡、不偏不倚的。

自从2015年8月在中国经历了一些事之后，我就回顾了自己所看过的那幅古老的漫画，它仍然称得上是最棒的漫画之一（见图7–1）：




图**7–1** “昨天对于市场来说是利好的事，今天看起来却不是好事。”

关键在于，投资人在心理上对待好消息和坏消息极少能一碗水端平。同样，投资人解读事件也常常是有偏见的，因为他们都是跟着感觉走，看到消息时的情绪好，就往乐观的方面解读，看到消息时的情绪不好，就往悲观的方面解读。大多数的发展变化，既有好的方面，也有不好的方面，但是投资人通常过度纠结于好的一面，或者过度纠结于坏的一面，而不是同时考虑好坏两个方面。这又让我想起了另外一幅非常经典的漫画（见图7–2）：

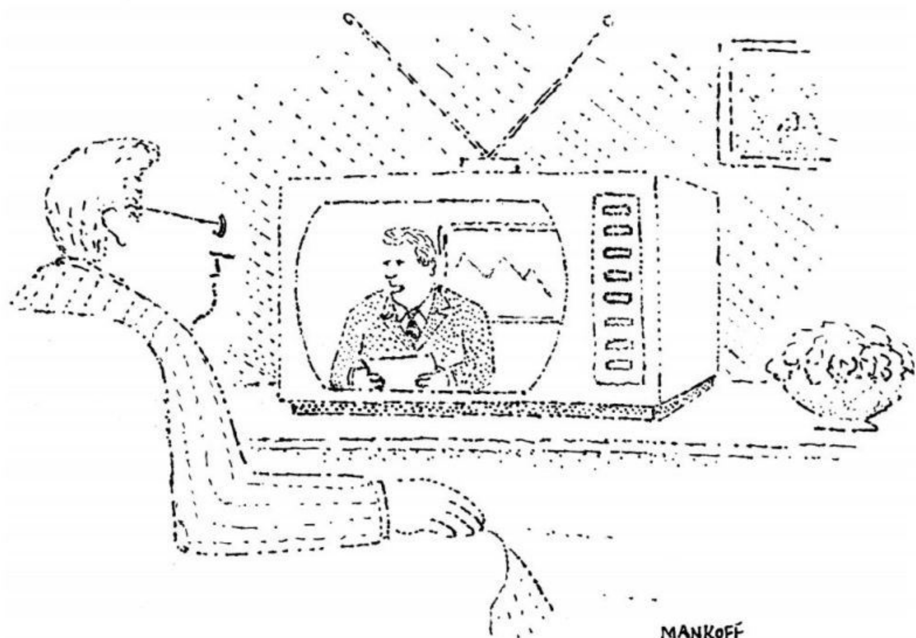



图7–2 “我们来回顾一下今天的股市行情，先是降低利率的消息推动股市上涨，后来由于人们预期利率降低有可能引发通货膨胀，结果导致股市下跌，直到后来人们意识到低利率也许会刺激低迷的经济开始增长，于是才开始推动股市上涨，最后，股市又转向下跌，因为市场恐惧经济过热会导致政府再次强行提高利率。”

这些看起来都很明显：投资人的立场很少保持客观、理性、中立、稳定。首先，投资人表现出高度的乐观主义、贪婪、风险忍受、信任，这些心理和情绪所导致的行为是争抢着高价买入，推动资产价格上涨，但潜在收益率随之下滑，风险提高。后来，由于某种原因，也许是一个引爆点一下子炸开了，投资人心理和情绪发生大转变，他们变得悲观、恐惧、风险规避、怀疑，这样的心理和情绪所导致的行为是争抢着低价卖出，由此引发资产价格下跌，潜在收益随之提高，风险随之降低。值得注意的是，这些现象中的每组现象往往是按照同一个步调发生的，而且从一个极端到另外一个极端的摆动幅度，往往超过按正常推理所得出的摆动幅度。

其中有一件非常疯狂的事情：在现实世界中，我们对事物的评价会在两个极端“非常好”和“不是那么好”之间摆动。但是在投资界，我们的情绪钟摆所摆动的两个极端是“好到完美无缺”和“坏到无可救药”。钟

摆从一个极端摆到另一个极端，在摆动弧线上“幸福的中心点”几乎不做停留，只是一晃而过，即使是在中心点附近的合理区间内，摆动的时间也相当短。人们的情绪首先是完全否定，后来是彻底投降，之后又变成完全肯定。

这个世界充满了利好的事件和利空的事件，在大多数日子里，我们看到的事件有些是利空的，有些是利好的。有些事在发生的时候有两面性，因此我们既能往好的一面解读，也能往坏的一面解读。

以第二幅漫画（图7–2）为例。低利率是好事，因为低利率能刺激企业积极开展业务经营，提高企业未来现金流的折现价值。但是低利率也是坏事，因为低利率会助推企业经营活动更加强劲，导致通货膨胀率上升，而通货膨胀率上升就是给中央银行发出的一个信号——应该加息，减少对经济的刺激。解读本身不会在一天之内从一个极端到另外一个极端来回摆动好几次，但是解读确实也会过度摆动，而且确实很快就会发生大转变。

几年前，我的朋友乔恩·布鲁克斯写了一篇文章，很好地描述了偏见性解读是如何发挥作用的。这篇文章讲的是，投资人对生活感觉良好（这往往意味着市场已经涨了相当长的一段时间了），这时不管发生什么，投资人都会往好的方向上想：

- 经济数据强劲：经济走强——推高股价；
- 经济数据疲软：美联储可能会推出宽松货币政策——推高股价；
- 经济数据符合预期——推高股价；

- 银行赢利40亿美元：业绩情况有利——推高股价；
- 银行亏损40亿美元：坏消息不妨碍大局——推高股价；

- 石油价格大涨：全球经济增长推动石油需求上升——推高股价；
- 石油价格下跌：消费者有更强的购买力——推高股价；

- 美元跳水：对货物出口商是特大利好——推高股价；
- 美元走强：对货物进口商是特大利好——推高股价；

- 通货膨胀率上升：导致资产升值——推高股价；
- 通货膨胀率下降：改善盈利质量——推高股价。

当然，同样的事件我们也可以都往坏的方向上想。如果投资人的心理和情绪是负面的，市场已经跌了一段时间，那么每个事件都会有负面的解读。强劲的经济增长数据可以被解读成坏事，因为这会让美联储提高利率，收回刺激性。疲软的经济数据更可以被解读成坏事，因为这意味着企业会难以达到市场盈利预期。换句话说，重要的不是数据，重要的也不是事件，重要的是人对数据或事件如何解读，而做何种解读会随着人的心理和情绪的摆动而摆动。

在钟摆摆动到极端时，会出现具有一个良性循环或者恶性循环的过程。大多数事件都是利好的，心理和情绪也是乐观的，那么那些负面的变化往往会被忽视，对每个事件人们都从有利的方面来解读，经常认为事情不可能转变成坏事。人们预期将来会好上加好的理由，听起来非常有道理；过去的约束和正常水平遭到人们忽视，或者被人们找理由合理地规避了；任何一个人如果提出美好未来的实现存在一些限制因素，就会受到大家的鄙视，被人看作一个缺乏想象力的老古董。大家都认为，未来赚钱的潜力是无限的。资产价格上涨，反过来又鼓励更加乐观的乐观主义。

但是，相反的情况是，事情已经有几个月或者几年持续变得糟糕了，投资人现在的心理和情绪变得高度负面，未来会得到改善的潜力也会被遗忘。令人不悦的事件会受到强调，利好的事件则受到忽视。支持未来情况进一步恶化的理由，看起来简直像岩石一般坚固。那种将来会更糟糕的看法会出现错误，简直是令人无法想象的，现在的情况看起来只会更加糟糕。价格下跌，又会导致更加悲观的悲观主义。

这种良性循环和恶性循环，都有些过分夸大，都是不符合现实的。尽管我们过去梦想过很多次，不管是美梦还是噩梦，但是这些梦想没有一次能够成真。但是事实上梦想总不成真也没关系，大多数人还是照样会有同样的梦想，这种梦想狂野且泛滥，根本挡不住。

相反，那些卓越投资高手能够抵抗得住外部的影响，保持情绪上的平衡，理性地采取行动，既看到有利的事件，又看到不利的事件，在考虑这些事件的时候保持冷静客观，在分析这些事件的时候不带感情色彩。但是真相是有时候，兴奋和乐观的心理和情绪会导致大多数投资人看待事物过于积极。有时候投资人心情抑郁，情绪悲观，会让他们只看到坏事件，解读这些事件的时候也只会往坏的方面想，做消极悲观的解读。拒绝跟着感觉

走，不过于情绪化，是投资成功的一个关键因素。

~~~

要让市场进入大牛市，整个市场的环境都要具备以下特点：贪婪、乐观、极度兴奋、自信、信任、胆大、风险忍受、进攻性。但是这些特点并不能永远统治市场。最终，这些积极情绪会把地盘让给消极情绪：恐惧、悲观、不确定性、怀疑、谨慎、风险规避、沉默寡言……失败是成功之母，熊市是牛市之母。我相信，往往更加正确的分析是，把大熊市归因于前面那一波大牛市涨得太过头了，而不是归因于某具体事件引发了市场修正（投资备忘录《现在又如何》，2008年1月）。

通常情况下，这些两极分化，不管是两极中哪个极端主导，事实都是很容易被观察到的。这种现象对于投资人来说的意义，对于那些客观的观察者来说，应该是很明显的。但是，之所以市场钟摆摆动到一个极端或另一个极端的情形会发生，是因为大多数市场参与者的心理和情绪朝着同一个方向移动，就像羊群成群结队地一起跑一样，这个道理很简单。

在亿万投资大众之中，极少有投资人是客观的。为继续我在2007年4月所写的投资备忘录《人人都知道》的主线，在市场过热的时候，我希望能广泛传播那些提倡冷静的分析，就像在说“每个人都知道市场涨得太高了”一样。如果真的每个人都认识到了市场涨得太高，那么市场就根本不会涨得那么高了（投资备忘录《一切都好》，2007年7月）。
~~~

# 08
# 风险态度周期

理性的投资人勤勉分析，合理怀疑，适当规避风险，无论任何时候都是如此，但是也在寻找投资机会，以期获得较高的潜在收益，这样在弥补风险损失后，他们还有更多的剩余收益。理想很丰满，现实很骨感。在牛市的时候，我们听到很多人说：“风险？什么风险？我看不大可能会出错：到现在一直都很好。不管怎么样，风险都是我的朋友，承担的风险越大，我赚到的钱可能越多。”

后来，到市场行情糟糕的时候，很多投资人完全转变了，换成了另外一套更简单的说法：“我根本不在乎能不能在市场上多挣一分钱，我唯一在乎的是不要再亏钱了。给我赶紧卖出离场！”

我们已经从讨论周期的抽象特征，转向讨论在投资世界里周期如何实际运行，下面我先简短地谈一下投资的基本特点，目的是为后续的讨论打好基础，可能内容会有重复。

投资是什么？有种观点认为，投资就是承担风险以追求利润。投资人努力做好投资组合，以便从未来的发展变化中赚钱，而不是亏钱。卓越投资人之所以业绩出众，是因为他们的投资组合做得比其他人更好。

我们知道未来会发生什么事吗？有些投资人认为他们了解未来；有些投资人知道自己并不懂得未来，但是他们必须在言谈举止上装得像能够预知未来一样，因为如果不装成那样，他们就会丢掉工作和客户；有些投资人一直是靠预测来赚钱的，时间长了，他们给客户洗脑的次数太多了，结果把自己也给洗脑了，连自己都相信自己对未来的预测可能是对的（或者已经习惯忽视自己过去的预测成功率很低了）。只有数量极少的投资人明白，自己不可能确定无疑地知道未来的事。他们是非常聪明的投资人，也许会对未来的事件形成自己的看法，但是他们并不会下大赌注去赌自己的这些看法将来肯定会被证明是正确的。

投资的风险起源于两点：第一，投资本身包括应对未来；第二，未来是不可知的。投资必须应对不可知的未来，所以风险是必然的。如果未来的事件可以被预测，投资就容易多了，赚钱就会十拿九稳（不过投资收益的总体水平也许就很低了，因为在这种情况下投资基本上没有风险——这又是

另外一个话题了，之后再谈）。但是事实上，正是那些不可预测的事件带来了风险，因为那些后来实际发生的事件可能和我们原来的预测并不一致，或者市场对事件的反应和我们的预期不一样。随着未来逐渐露出真面目，事实证明你原来根据自己的预测所做的投资组合布局并不妥当。

投资中的很多难题都是由风险造成的，因为风险就是未来变化的不确定性和出现坏结果的可能性。所以投资高手有三个突出标志：理解风险的能力突出，评估风险的能力突出，应对风险的能力突出。要成为投资高手，这是必需的。我忍不住又要说一次“必需的”。

最后，有一点很重要，投资人要认识到，尽管投资环境会发生变化，但是在任何一个具体的时间点上，可以说投资环境都是固定不变的。我说的意思是，我们对投资环境只有两种选择：第一种，我们接受现在这个投资环境，现实就是这个样子，然后只管做好投资就行了；第二种，我们排斥现在这个投资环境，我们改变不了现实，但是可以改变自己，选择站在一旁，不进场做投资。我们没有第三种选择，你不能说“我不喜欢现在的投资环境，我要求给我一种不同的投资环境”，或者，我们尽管可以要求另外一种投资环境，但是实现不了。

我的观点是，风险是投资中最主要的变量。这让我得出一个结论：在任何一个具体的时间点上，投资人总体看待风险的态度以及所采取的行动，对于塑造整个投资环境来说极其重要，而我们会发现自己身处于这个投资环境之中。在这个时间点，看清楚整个投资环境的状况非常关键，决定了在这个时间点我们自己应该如何看待风险，以及如何据此采取行动来应对风险。评估风险态度所处的周期位置，正是这一章要讲的内容，也许可以说是本书最重要的内容。

～～～

我这辈子最大的幸运是，得到机会去芝加哥大学商学院读研究生。芝加哥大学商学院后来更名为布斯商学院，我1967年入学，1969年毕业。我和那个时代的其他很多大学生一样，本科毕业就直接去读研究生了，看起来好像我是把读研当作一条最有效的成功捷径，其实我还有别的动机，当时美国正在打越南战争，要求青年必须服兵役，但读研就能逃脱兵役。我不用到越南白白送死了。

我本科四年是在宾夕法尼亚大学沃顿商学院读的，专业是金融学，学的都是实用的东西。我们只讲实践，不谈理论，只学定性分析，不做定量分析。当年选择到芝加哥大学读研究生，我的运气实在太好了，因为芝加哥大学刚开始教授一种新的金融投资理论，20世纪60年代初它在芝加哥大学发展形成。这和我在沃顿商学院所接受的金融投资实务的教育正好匹配，

或者应该说是针锋相对的——我在芝加哥大学读研时所学的金融学，几乎完全是学术性、理论性、量化的。

来到芝加哥大学不久，我就看到了这样一张图，这张图为新的投资理论奠定了大部分基础，也成为我此后思考和写作的起点（见图8–1）。

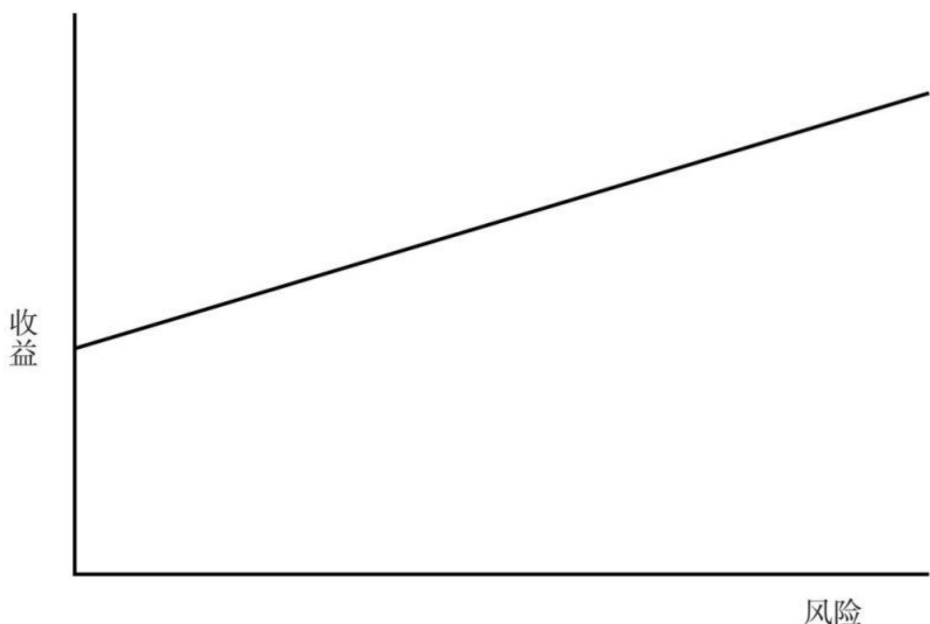



**图8–1** 风险–收益图

现在，这张图在投资界可以说是处处可见。我第一次看到这张图时，几乎没人知道这张图。这张图的关键在于这条线是斜向上的，表明风险和收益之间存在正相关关系。这条线被经常解读为“高风险产生高收益”，因此“想赚更多的钱就得承担更大的风险”。我个人认为，这样的解读是错误的。这个简单的表述不可能是正确的，因为要是风险更高的资产可以产生更高的收益，那么从定义来看，这种资产就根本不是高风险的。

这张图清楚地展示出风险和收益之间存在线性关系，却忽略了这样一个事实，即在每种水平的风险下，都有一个潜在收益的结果区间——不是只有一个收益，而是一个包含多个收益水平的区间。因此这条线夸大了风险和收益之间关系的相关性。正因如此，人们才会说高风险会有高收益。相反，我认为要正确地解读这张图，应该这样说：“那些看起来有更高风险

的投资，必须显得能够保证更高的收益，不然，就没人愿意来做这种投资了。”用“看起来”和“显得”这样的词语来描述收益和风险更合适，因为这表明风险和潜在收益只能是估值，投资世界并不像机器那样可以稳定可靠地运作，我们根本无法准确地预测未来风险有多高、未来收益有多高。因此我们在讨论投资时用“看起来”和“显得”这样的词语就非常合适。实际上，我们不这样做根本不行（详细深入的讨论，请见《投资最重要的事》第5章）。

有的人一听马上就能“领悟”风险和风险–收益这样的概念。这种人通常有一种直觉，有成为投资高手的天分。如果你还没有领悟，没关系，我希望经过我稍加指点，你就能马上清清楚楚地弄明白，我这样解读这张风险–收益图背后的原因。

假设有一个很理性的投资人，他面前有两个机会，这两个机会都能带来相同的预期收益，但是收益的确定性不同—— 一个几乎可以说是确定无疑的，另一个是高度不确定的。我们可以预期这个投资人会选前面那个未来收益确定的投资机会，因为大多数人都喜欢确定性胜过不确定性。如果这两个投资机会一个是国债，另一个是高科技创业企业，它们的收益率看起来都是7%，大多数人都会选择买国债。当不能得到更高的潜在收益来补偿自己为此所承担的更高风险时，我们为什么还要投资高科技创业企业而承担额外的高风险？

这里的关键点是大多数人更喜欢确定的7%的收益，而不是可能的7%的收益。换句话说，大多数人都是风险规避型的。这也正是芝加哥学派金融理论的最基本的假设。

为了描述风险规避，我要说大多数人更喜欢（prefer）安全，更不喜欢（disprefer）风险。尽管我从来没有从英文词典中查到过“disprefer”这个词，但是我觉得这个词挺好（disprefer这个词是否合适，对此人们肯定会有很大分歧，语言研究所那些权威的语言学家肯定会大加指责，但是我觉得这是一个很好的词，我建议新修订的词典应该赶紧把它收进来）。

大家普遍不喜欢风险，自然坚持要得到额外的潜在收益以补偿要承担的额外风险。正是由于这个原因，长期国债的收益率承诺会高于短期国债，高收益债，也就是垃圾债券的收益率承诺会高于投资级债券，股票收益率的一般预期会高于债券，风险投资收益率预期会高于二级市场流通股。请注意，我在这里所说的收益率是“预期会”和“承诺会”，或者换个通俗的说法是“也许会”和“应该会”，而不是“将来会”，更不是“肯定会”。但是它们必须呈现出有额外收益的预期。只有这样，大多数人才会愿意承担这种额外增加的风险。

人的天性是厌恶风险的，所以你完全可以合理地预期，如果要承受风险，就必须有好处来引诱投资人，这个好处就是让投资人得到的收益足以补偿他们所承担的风险，而且还有不少剩余的收益。无利不早起，没有人愿意做危险的事，除非他们预期这样做能得到很大的好处；没有人愿意做高风险投资，除非他们预期这样的投资能够带给自己高收益。不然，他们肯定是脑子不正常。

风险规避是投资必不可少的一个要素。人们要回避损失，这导致他们会监控市场。因为大多数投资人是规避风险的，所以：

• 风险规避型投资人在处理投资时谨慎小心；

• 风险规避型投资人在考虑投资，特别是那些风险大的投资时，会认真仔细地研究分析；

• 风险规避型投资人在投资分析中，纳入保守的假设和适当的怀疑主义；

• 风险规避型投资人对有风险的投资，要求更大的安全边际作为保护，以应对可能出现的分析错误和令人不愉快的意外事件；

• 风险规避型投资人坚持要有相当大的风险溢价，即预期会有更高的递增收益，这样他们才会愿意做有风险的投资；

• 他们拒绝做那些不合理的、愚蠢的投资交易。

以上这些都是投资过程中必不可少的重要组成部分。只有风险规避型投资人都能严格执行每条纪律，投资才会成为理性之所，才能提供合情合理的赚钱机会。简单地说，风险规避是让市场既安全又正常的主要因素。

可是请注意，以上所说的只是一个规范性的描述，或者事情应该是什么样的。这些都是那些投资高手能做到的事情，也是所有投资人应该做到的事情。关键是并非每个人都能切实地做到这些事情，不是所有投资人在每时每刻都能同样做到这些事情。

这是投资人风险态度的真相之一，正是因为投资人不同的做法，才改变了投资环境。这也正是本章后面的主要内容。

～～～

下面我们再偏离一次周期这个主题，谈谈投资环境是怎么形成的。简单来说，投资环境是投资人在市场上的讨论所产生的结果，要么是每个投资人在自己的意识里自己和自己讨论，要么是投资人之间互相讨论，有的人用嘴说，有的人用行动发出信号。关于投资环境是如何被创造出来的，我在2004年10月的投资备忘录《当今的风险与回报》中这样写道：

> 我要用几年前一个“典型”的市场，来描述风险–收益在现实生活中是如何运作的：30天短期国债的利率水平一直在4%左右。所以投资人会说：“如果我买5年期国债，那么我想要得到5%的利率。若我买10年期国债，我就必须得到6%的利率。”他要求得到更高的利率，才愿意延长投资期限，因为他考虑到购买力风险——投资期限越长，货币贬值的风险就越大。因为收益率曲线在现实世界中是资本市场线的一部分，通常是向上倾斜的，并随着资产寿命期限的延长而逐步上升。
>
> 现在让我们把信用风险考虑进来：“如果10年期国债付的利率是6%，我就不会买10年期的A级公司债券，除非买A级公司债券能保证得到7%的利率。”这里引入了信用价差的概念。信用价差就是企业债券收益率与剩余期限相同的国债收益率的差别。我们假设投资人想要拿到100个基点的利差，才愿意从国债转向公司债。如果所有投资人都是这么想的，那么这100个基点就成了企业债券的信用价差。
>
> 如果我们投资的是连投资级也达不到的高收益债，那么情况又会如何？“我碰都不会碰那些垃圾债券，除非我能得到比相同期限国债高600个基点的收益率。”所以高收益债的收益率必须达到12%，也就是说，高收益债的收益率高于同期国债收益率形成的信用价差要达到6%，才有可能吸引投资人。
>
> 现在，我们离开固定收益来观察股票投资。这下事情就难办了，因为你在股票这样的投资上根本找不到写得清清楚楚的预期收益率（这是因为简单地说，股票的收益都是推测的，而不是“固定的”）。但是投资人碰到这样的事也有办法。“从历史来看，标准普尔股票指数收益率平均为10%，所以我只有认为股票能持续保持这么高的收益率，才会买股票。”所以从理论上讲，普通股投资人是这样计算股票预期收益率的，先推定三个输入变量：每股收益、收益增长率、股息支付比例，然后把它们输入估值模型，得出的估值结果就是目标价格。按照这个目标价格计算，以当前市场价格买入能够得到多高的预期收益率？能不能达到标准普尔500指数10%的历史平均收益率水平？（不过我不能确定这个计算过程在实际操作中，是不是像我们所说的这样有条理。）“风险更大的股票必须带来更高的收益。我才不会买纳斯达克的股票，除非我觉得我可以获得高达13%的收益率。

承担的风险越高，投资人要求的收益率也越高。“我如果能从股票上得到10%的收益率，投资房地产就需要得到15%的收益率，因为我需要弥补房地产的非流通性和不确定性。我如果要投资做并购，就必须得到25%的收益率……我要求得到30%的收益率，才愿意做风险投资，因为风险投资的成功率太低了。”

这就是大家觉得行得通的方式。事实上，我认为这样做在通常情况下都行得通（不过，人们要求的收益率并非任何时候都一样）。大家普遍这样做的结果是，形成了一条资本市场线，我们很多人都越来越熟悉这条资本市场线了（见图8–2）。

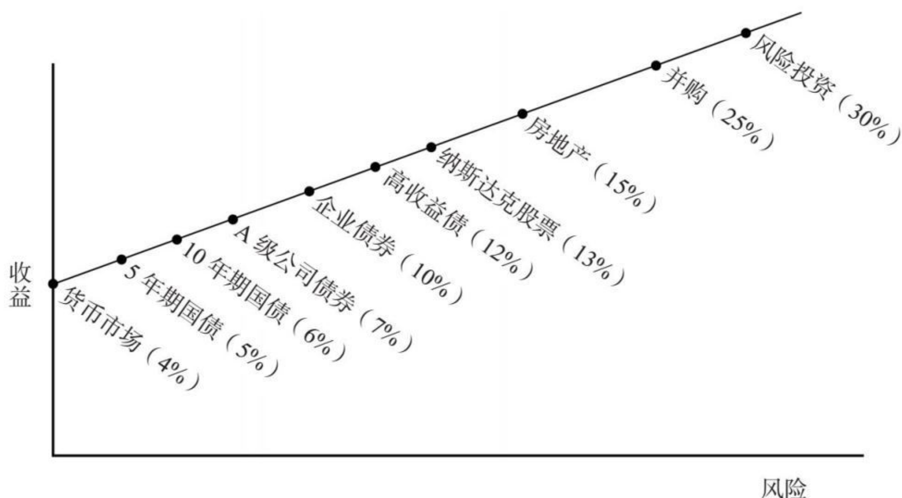



图**8–2** 风险–收益关系与资本市场线

上面描述的过程形成了风险– 收益的连续统一体或者资本市场线。这个过程建立了承担风险而获得补偿收益的一般水平，以及递增风险与递增收益的量化关系，我们经常称之为“风险溢价”，也意味着你承担一个单位的增量风险所预期得到的增量收益。在理性世界中，结果应该如下所述：

- 看起来风险程度更高的投资，其定价水平要调低到看起来能够提供更高的收益率。
- 每单位额外增加的风险，能创造出的额外收益水平要合理适当。

• 预期收益的增长一般要和风险的递增持续保持一定的比例关系（也就是说，在连续统一体的某点上，多承担一单位额外风险，看起来可能带来的收益增长，必须等于在连续统一体上其他点多承担一个单位的类似风险而带来的收益增长。

• 因此，在连续体上不会存在这样的点，在这一点上多承受一单位的风险能够因此多得到的收益比在其他地方更多或者更少（也就是说，有些投资的风险调整后收益明显优于其他投资）。

在一个理性的世界里，任何违反这些规则的投资，都会导致资本流动。错误定价过低的资产会被进入的资本争相买入而推高其市场价格，而错误定价过高的资产则会被流出的资本争相卖出而压低其市场价格。结果如下所示：

• 违反规则的资产，其价格将会得到修正；

• 所有投资提供的风险经调整后，其收益都会彼此相当、公平合理；

• 投资人要提高自己获得的收益，唯一的方法就是提高自己承担的风险。

如果投资人总是按照这种方式行事，他们的行动就会导致整个市场成为“有效市场”。这意味着没有一项投资提供的风险经调整后的收益，能够高于其他任何一项投资。当然市场并不总像理论所设想的那样运作，市场给资产的定价并非总是正确的，但是市场有效性的普遍意义太合乎逻辑了，你根本无法置之不理。（市场有效性是另外一个必备的投资主题，但是我在这里不会深入讨论，有兴趣的读者请参见《投资最重要的事》第2章，以及2014年1月我写的投资备忘录《运气不错》的后半部分。）

～～～

有一点很关键，投资人面对风险态度的起伏，会导致这里描述的原则出现例外情况。有时候，投资人变得过度风险规避，有时候，投资人过于放松风险规避，变得过度风险容忍。

利好事件发生时，就像上一段所描述的那样，投资人会更加兴奋、乐观、贪婪，往往也会变得不是那么强调风险规避——不仅低于平时的风险规避程度，而且达不到本来应该有的风险规避程度。这会有什么影响？

- 因为投资人对环境感觉更好，对未来可能出现的结果更加乐观，所以他们在投资过程中的谨慎态度会不足。

- 因为投资人不再觉得投资是有风险的，所以他们觉得没有必要再辛辛苦苦地仔细分析。

- 投资人往往会做出更加宽泛的假设，他们用信任替代了怀疑。

- 投资人为了做成投资，即使安全边际降低，也能接受。

- 投资人看待风险不是忧心忡忡的，不再像过去那样要求严格，风险溢价必须高到让他们感觉非常放心才行。

- 投资人变得不再那么固执，也不太斤斤计较了，因为面对有风险的投资，他们更关注的是诱人的收益，因而对收益背后的风险的警惕就变少了。

因此，最不可靠的融资也能够完成，而且是在经济最火和市场最火的时候完成，下一章我们会进一步详述。顺风顺水的好日子，让投资人变得更加乐观，放松警惕，就算只有微薄的风险溢价，也愿意做出有风险的投资。不仅如此，因为投资人不是那么悲观，也没有那么警觉，对风险–收益连续统一体更安全的那一端的投资就失去了兴趣。这些因素综合在一起，导致高风险资产的价格上升，超过了那些相对而言更安全的资产。所以，有一点你听了并不会感到吃惊：在好日子里，人们会比在糟糕的日子里做出更多不理智的投资。尽管高风险资产的价格上升意味着，那些更有风险的投资能得到的预期风险溢价，会明显低于投资人在糟糕日子里更加关注风险时所做的投资，但是投资人还是会在好日子里做出更多不理智的投资。

投资人坚持足够高风险溢价的意愿下降，导致资本市场线的斜率变小，更加平坦。回想一下我们在高中时所学的几何，几何图形上一条线的斜率的定义是，横轴上每单位的距离变化，在竖轴上产生的距离变化。资本市场线的斜率反映的是，横轴上承受的风险每多增加一个单位，为此能够在竖轴上增加的收益数量。资本市场线的斜率就是现在市场风险规避程度的直接反映，斜率越大表明风险规避程度越高，斜率越小，风险规避程度越低。

投资人不在意风险或者投资人的高风险容忍度，降低了他们对风险溢价的要求，导致这条资本市场线的斜率变平，风险补偿的数量缩减（见图8–3）。

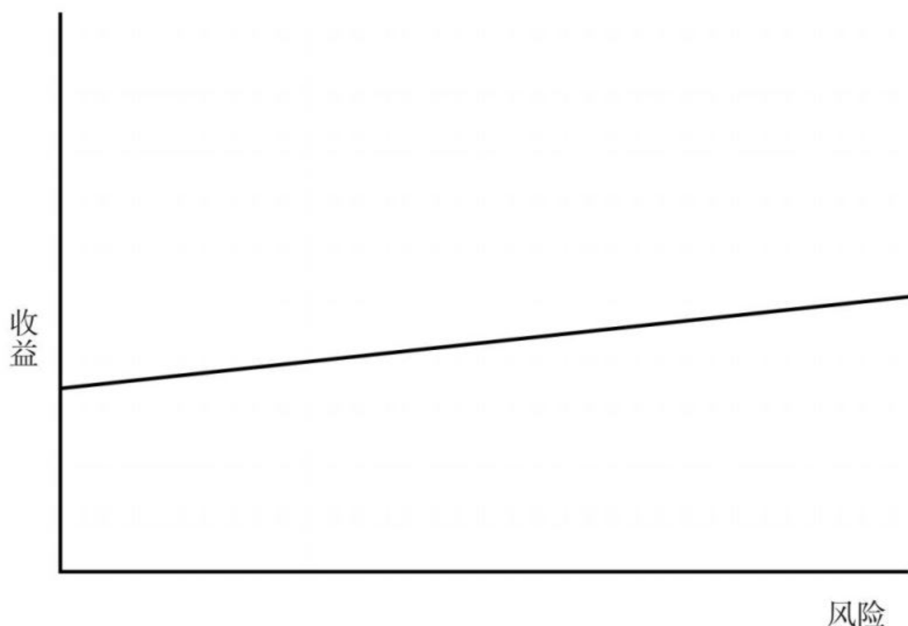



图8–3 资本市场线斜率变小

资本市场线斜率更小意味着，每单位增加的风险能给投资人带来的收益增长变少了。简单地说，投资人因风险承受所得到的好处低于正常水平。

我个人认为，直接观察到的情况完全符合以上的理论描述。我们会在现实中看到如下过程：

- 利好事件导致乐观主义程度提高；
- 乐观程度提高，导致人们提高风险容忍度；
- 风险容忍度提高，导致投资人降低风险溢价要求；
- 要求的风险溢价降低，相当于对风险资产要求的收益率降低；
- 对风险资产的收益率要求降低，导致其价格上涨；
- 资产价格更高，导致资产风险水平更高（但是这也吸引了那些追涨杀跌的“动能交易者”追涨买入更多股票）。

基于以上分析，你会明白投资人都觉得风险低的时候，风险其实是高的。风险最大的时候，风险补偿恰恰是最低的（这意味着此时是最需要风险补偿的时候）。经济学所谓的理性投资人竟然是这个样子！

我认为，以上所有这些关于风险讨论的关键在于，投资风险的最大来源是相信根本没有风险。普遍的风险容忍是后来市场下跌最明显的征兆。但是因为大多数投资人都遵循着前面所描述的这种过程，一步一步地提高风险容忍度，所以他们就像温水煮青蛙一样，本来应该因察觉到风险而变得谨慎小心，却很少有人能察觉到，这是最重要的一点。

～～～

凡事皆有两面，一面是过度风险规避，另一面是过度风险容忍。很明显，过度风险容忍的后果很严重，我就不再啰唆地大加指责了。不过，我还要花上一两分钟讲一下，当风险态度周期波动向下走，投资人变得更加风险规避时，会发生什么情况。

心理周期最重要的特征是容易走极端，周期波动震荡，不仅会出现正常走势和正常幅度波动，而且会出现古怪的走势和幅度过大的波动。例如，投资人会一次又一次地聚在一起，纷纷说道："我们别管什么风险了，赶紧买吧，我们都会发大财。"投资人很兴奋，很激动，很热切，导致他们在购买时出的价格太高了，即使是对那些明显荒谬的神话也会全盘接受，这样做的结果只会是亏得很惨。

投资人犯下这些过度贪婪的罪恶，结果损失了一大笔钱，因为后来风险态度周期向下走，转向更加谨慎小心，由此导致市场价格大跌。这些投资人严厉地批评自己，因为过度贪婪和过度信任才会惹祸上身。这些投资人自己也搞不懂，他们怎么会做出这么傻的事。他们坦白地承认，自己当初根本没有搞明白，他们参与的那些稀奇古怪的、令人兴奋的投资究竟是怎么一回事。他们发誓，以后再也不会干这种傻事了。

原因正是他们的风险规避程度不足，追涨买入，推高价格，然后继续追涨买入，结果导致自己在牛市顶峰大量买入。他们在牛市里让轻松赚大钱的梦想冲昏了头，根本察觉不到一丝风险。现在市场下跌，情况就完全反过来了，这些投资人变成压低价格，在底部割肉卖出。最近市场跌得很厉害，这些投资人亏得很厉害，心痛得很厉害，他们的想法完全变了。以前在牛市里顺风顺水时，他们的想法是投资无风险，轻松赚大钱。现在熊市来了，这些投资人的想法变成投资有风险，容易亏大钱，自己既然不懂投资，就不应该瞎折腾。这样的结果是，投资人的风险态度发生了一个180度大转变，从风险规避不足，变成风险规避过度。

- 最近亏得很惨的痛苦经历，让投资人对未来的一切都持负面态度，他们变得倍加谨慎小心。

- 因为投资人现在把投资和亏损联系在一起，而不是把投资和盈利联系在一起，这让他们的投资过程更加强调规避更大损失，而不关注抓住投资机会。

- 投资人想要确保自己的假设足够保守，能够排除任何会带来失望的可能，他们现在开始运用极端的怀疑主义。

- 他们发现，要识别，甚至想象有足够安全边际的投资，是根本不可能的。

- 因为他们觉得到处都有风险，所以即使对于现在已经是高得离谱的风险溢价，他们也还是觉得它不够高。

- 他们变得毫无安全感。过去的过度风险容忍，让他们成了在牛市高点以过高价格买入资产的冤大头。现在他们高喊着要风险规避，这让他们在市场底部割肉卖出。即使不卖，他们也绝对不会买入。

这就是问题的关键。在这种情况下，投资人对风险的感觉过于夸大了，资本市场线的斜率变得过度了。

我前面说过，过度风险容忍导致资本市场线变得平坦，现在的情况正好完全相反。过度风险规避，让资本市场线的斜率变得过大，这意味着每增加一单位的风险所带来的预期收益率增长非常高。这就是风险规避的市场，它能为风险承受行为提供非常高的回报。因此，在大家都拒绝风险的时候，你多承受一份风险就能够得到更大的收益（见图8–4）。

随着风险态度从高到低来回摆动，投资机会也从盈利到亏损来回摆动。市场顺风顺水的时候，资产价格就会飙升，投资人往往以为未来一片光明，风险是朋友，赚钱很容易，每个人都感觉良好。这意味着，只有极少的风险规避包含在定价之中，因此这样的市场价格充满了危险。投资人变得过度风险容忍，而此时反而是他们最应该提高风险规避意识的时候。

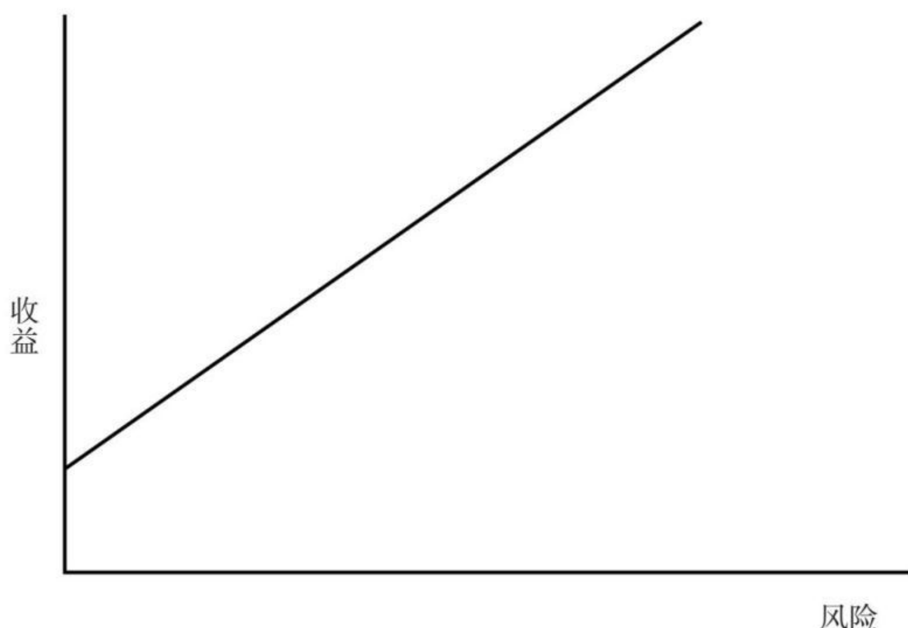



图8–4 资本市场线斜率变大

后来诸事不顺，市场转头向下，投资人的情绪也急转直下。投资人会把市场看作容易亏钱的地方，风险大到需要不惜任何代价进行规避，所遭受的损失会令人非常沮丧。正如我在上一章中所说的，过度小心谨慎的气氛笼罩整个市场，结果：（1）没有人会接受在定价中纳入哪怕是一丁点儿乐观主义的可能性；（2）投资人根本不可能接受“太糟糕，但不可能是真的”的假设。

正如风险容忍在市场顶部会高到无限高一样，风险容忍在市场底部会低到无法再低，人们简直不允许存在任何风险。这样极端的负面看法，导致市场价格跌到底部，以至投资人在这么低的价格水平买入，亏损是完全不可能的，而盈利却是十拿九稳的，而且收益率极高。但是之前市场下跌的刺痛感仍在隐隐作痛，让投资人只想提高风险规避，只愿意坐在一边观望，尽管价格处于最低水平（风险自然也是处于最低水平），他们却碰都不愿意碰。

~~~

我想在这里提供一个投资人风险态度大转变的真实案例，并为本书增加一些定量分析。以下内容节选自我在2004年7月写的投资备忘录《良好平
~~~

衡》：

风险容忍（或者风险忽视）横扫市场，在20世纪90年代后期非常明显。我亲耳听到一家著名券商的策略分析师说："股票确实定价过高，但是还没有高到不能买的程度。"当时我们都听到华尔街上有人说："我的401（k）退休养老金投资组合都涨了这么多了，就是跌1/3，我也不会往心里去。"（过了两三年，整个美国股市下跌了一半，不知道他们此时心里做何感想。）

不，这样过度风险容忍的态度不会永远持续下去。最终，一些出人意料的事情会突然发生，暴露出证券存在缺陷，价格过高。之后，市场价格就会下跌。股票涨到100美元的时候，投资人非常开心，还想追涨买入更多股票。可是，后来股票跌到60美元的时候，价格更便宜了，投资人却不喜欢这些股票了。因为投资人都是喜涨怕跌、越涨越高兴、越跌越害怕的，他们害怕剩下的60美元老本也会亏掉的恐惧心理，已经压过了急于捞回40美元损失的冲动。风险规避最终重新占据上风，而且常常会走到极端风险规避。

我们对这个风险态度周期做一些量化分析。1998年年中，就在长期资本管理公司崩溃让那些执迷于高科技股的投资人回归理性之前，只有125亿美元的非违约债券收益率超过20%（超过20%这个门槛，就要被贴上"不良债权"的标签了）。因为投资人不是非常担心风险，他们要求超高收益率债券，但这样的债券相对而言占非违约债券的比例很小。"快乐无忧"这个词，可以说是对投资人风险态度最好的描述。

但是长期资本管理公司的灭亡唤醒了投资人的风险意识，这时他们才惊觉风险很大。1999年，收益率超过20%的债券规模上涨了3倍，达到387亿美元。2002年年中，公司丑闻频发，引发整个债券市场陷入恐惧，收益率超过20%的债券规模增长到1 056亿美元，是1998年125亿美元的近8.5倍。风险规避不足持续了很多年，后来又一下子从风险规避不足变成风险规避过度，这一点有后来所发生的事件为证。到2004年3月31日为止，收益率超过20%的债券规模大幅下滑了85%，降到只有162亿美元，风险规避程度大大降低了（可能又变得不足了）。我敢肯定，经济和企业基本面的波动，无论如何也不会像债券价格和收益率一样波动得如此厉害，更不会像不良债权的规模一样大起大落。和往常一样，现实情况波动并没有那么大，但是投资人心理和情绪的钟摆的摆动幅度却会极度被夸大。

总体上，投资人在过于风险容忍的时候，证券价格水平所孕育的风险会超过收益。投资人过于风险规避的时候，证券价格水平提供的收益

会超过风险。

《良好平衡》这份备忘录，受到我妈妈的人生智慧的启发，她老人家一直不断地提醒我，凡事不要走极端。我们应该努力在大多数事情上坚持中庸之道，过犹不及，所以我们要尽量在过多和过少之间保持合理平衡。

作为一个投资人，我有50年的投资经验，这让我坚信，这种快乐的中庸之道在生活中很常见，在投资上却非常罕见。回顾一下图2–2，你也许会发现，有个地方令人印象深刻，在a、d、g三个阶段，即复苏阶段、回调阶段、再次复苏阶段，周期现象都是从极端点反转，向着更合理的均值回归。这是多么理性的事情！

但是，接着我指出，通常情况是这样的，a、d、g三个阶段，周期从极端点开始“修正”回归中心点，但是在到达中心点后，却并不停留，而是一晃而过，继续走下去，进入b、e、h阶段，即上涨阶段、下跌阶段、再次上涨阶段，冲向相反的另一个极端。

统计学家如果看了这幅图，就肯定会告诉你平均而言，图中这个周期现象是在中心值附近波动，或者分布在长期趋势线附近，但是我们大多数人都不会像统计学家那样观察，我们看到的是这个周期现象一直运动：它不是回归中心点，就是摆离中心点。事实上，周期在最高点和最低点两个极端点停留的时间，明显多于在中心点停留的时间，也就是说，周期走极端的时间明显多于走中庸之道的时间。大多数投资人对风险的态度几乎一样。

投资风险的最主要来源是什么？负面的经济变化？公司经营未能达到预期？公司的产品变得没有竞争力了？盈利下滑？信用评级降低？不，这些都不是。投资最大的风险来源于资产价格内含的估值水平高得太离谱了，它是被一种新的有毒的投资逻辑鼓吹出来的，从基本面看它完全不合理，从而导致资产的估值水平高到完全不合逻辑。什么时候价格会涨到过高的估值水平？风险规避态度消失不见，小心谨慎也蒸发不见，风险容忍和乐观主义主宰整个市场，这时资产价格会如火箭般飙升。这种估值水平极高的情况，是投资人最大的敌人。

## 风险规避不足时会发生什么？

2007—2008年的全球金融危机，是金融市场最大的暴跌之一，也是我一生中看到过的最惨烈的暴跌，自然它也给我们上了一堂最好的投资课，值得我们一再观察、反思、学习。这次全球金融危机之所以发生，是因为之前出现了一系列的发展变化，并为危机发生打下了基础，设定了背景。下面的清单列出了其中一部分全球金融危机发生的背景因素：

• 政府政策支持自有住房扩张，从定义上讲，包括那些历史上根本买不起房的人，现在也能买得起房了，而这个时候房价正在飞速上涨；

• 美联储推动利率下降，导致结构化–杠杆抵押证券等这些高收益金融工具的需求上升；

• 银行之间形成一股上升的热潮，抢着发放更多的住房抵押贷款，并将其打包，然后转手卖出去（而不是自己留着）；

• 借贷、结构化、信用评级、投资方面的决策，都基于很低的历史债券违约率，人们不加怀疑地简单推断，未来也会很低；

• 以上四点导致银行更加急于发放更多的住房抵押贷款，相关的贷款标准降低了；

• 没有经过检验的新型抵押贷款支持证券产品被开发出来了，承诺高收益又保证低风险，在这个没有一丝怀疑的市场形势下，诱惑力大到根本挡不住；

• 保护金融行业的法律法规放宽了，比如《格拉斯–斯蒂格尔法案》不再禁止金融机构混业经营，原来卖空交易有个报升规则，规定报价必须高于最新成交价（以防止利用不间断的卖空迫使股价下跌，但2007年全面撤销），原来法律限制银行最低杠杆率水平，后来准许提高到接近3倍；

• 媒体大量发表文章，声称由于以下三股力量合在一起，风险已经被消灭了：

（1）第一股力量是美联储，操作手段非常高明，完全值得信赖，只要经济增长出现放缓，美联储就会及时出手，注入流动性，刺激经济增长；

（2）第二股力量是中国和石油输出国，美国多余的流动性会流到向美国大量出口的中国，流到向美国出口石油的石油生产国，而这些美元绝对会重新回流到美国市场，因为中国和那些石油输出国肯定会购买美国国债等美国资产，由此进一步推高这些资产的价格；

（3）第三股力量来自华尔街，华尔街创新性地推出新型金融衍生产品，对风险进行“信用分级”，就像把面包切成薄片一样，并大力推广，然后在市场上找到最适合的买家来分别承担这些风险。

以上所有这些因素表明风险容忍非常普遍。事实上，这些因素出现的前提条件是风险容忍主导投资方、放贷方、借款方、监管方的心理。这样过度风险容忍的存在，在全球金融危机发生的前几年，明眼人就看得非常清楚。这本来应该让人极度担心害怕，因为它暗示着金融市场上普遍缺乏担心、谨慎、怀疑。

不可避免的后果是，这些发展变化以及背后的风险容忍或者风险遗忘，最终导致不安全的金融投资行为，特别是有些金融投资行为的途径是发行那些靠不住且可能违约的金融工具。能够借到的资本规模很大而且利率很低，让买家乐坏了，他们肯定觉得遇上了购买资产的“黄金时代”。但是这个投资的黄金时代的标志并不是遍地黄金，遍地可见质量可靠又价格便宜的资产。相反，杠杆融资非常易得，让人很容易重仓追涨买入那些已经涨了很多的资产，或者投资那些新型投资产品。而这些产品没有经过检验，由人为合成，被加了很多杠杆，而且其中很多产品一定会违约。

也许最重要的是，在这些助长危机的因素中，有一段时期的典型特征是金融机构的行为特别危险。那时，整个世界一片光明，宏观环境很有利，金融行为和金融创新特别活跃。作为资本提供者的金融机构形成了一个大趋势，纷纷抢着给钱，争夺市场份额，这个过程我称之为“逐底竞争”（我后面引用的投资备忘录就是以此为标题的）。2005—2007年的市场情绪，有段话概括得最精辟，那是花旗集团首席执行官查尔斯·普林斯在2007年6月时所说的，几乎就在全球金融危机爆发的前夜。他的这段话成了那个时代的象征：“把流动性比作音乐，就像人们在玩听音乐抢椅子的游戏，要是音乐停止了，事情就变得复杂了。但是只要音乐一直在响，我们就必须站起来继续跳舞。我们现在还在继续跳舞。”

换句话说，银行只能去做这些事情，而且过去一直在做这些事情，因为它们的成功取决于这些不正常的有利情形能持续多久，如果这些事情变得正常了，它们做的事情就要出问题了。但是没有一个银行家会拒绝参与游戏，因为他们害怕失去市场份额，这会让银行家丢掉自己的金饭碗。尽管这些金融工具是没有经过检验的，可能有缺陷，但是没有人愿意放过参与的机会，因为放弃就会丢掉市场份额。正是这种群体行为代表了周期，创造了周期……也加重了周期。

从理论上讲，一家银行的首席执行官本来可以拒绝加入这种愚蠢的群体行为。但是在当时那种现实情况下，谁要是坐下来，不去跳舞，就会丢掉市场份额，在这个轻松赚钱的市场上错失大把赚钱的机会，结果只能眼睁睁地看着竞争对手赚得盆满钵满，那些激进的大股东肯定不干了，会马上召开股东大会把这个首席执行官换掉。因此这些银行疯狂地抢业务，争着提供资本，就好像在听音乐抢椅子的游戏中音乐永远不会停止一样。但是你如果稍微懂一些周期，明白有涨必有跌的道理，就会很清楚音乐最终会停

下来的。这种风险容忍和风险遗忘在周期的上升阶段，扮演着必不可少的重要角色，但是也为后续周期的急剧下行阶段打下了基础。前面我们讲过，周期就是这样的，大涨引发大跌。

2005—2007年，我们有很好的机会观察到一个事件接着一个事件发生，把市场参与者对待风险的态度展现得一清二楚，这有助于我们从中得出有益的分析结论。我相信，下面这些内容能为你提供一个很好的案例。这些内容节选自我关于这个主题所写的一份投资备忘录《逐底竞争》，那是我在2007年2月写的，几个月后就出现了第一个信号，糟糕的日子要来了。这些内容表明从孤立的、有些如逸事一般的个人经验中，我们也能吸取不少有潜在价值的经验教训：

> 最近几年，尽管我多次因看到资本市场的过度表现而目瞪口呆，甚至有些见怪不怪了，可是这一次竟然让我大喊大叫，"这件事我一定要写一份投资备忘录"。那是我最近一次到英国小住时，看到报纸上的新闻报道时的反应。那天是2006年11月1日，我看的是《金融时报》，上面有篇报道是这样写的：
>
> "阿比，英国第二大房屋贷款提供机构，最近提高了住房贷款上限，升至借款人个人年收入或者家庭合计年收入的5倍，和过去只有年收入3.5倍的传统借款水平相比大幅提升。这家机构明显是在跟进同行，就在上周，爱尔兰抵押贷款银行与布里斯托–韦斯特这家老牌抵押贷款机构，决定提高住房贷款上限为年收入的4.5倍。"
>
> 换句话说，一直以来，一条传统经验法则告诉我们，借款人能够安全地处理的住房贷款面值相当于其年收入的3倍。现在借款人能够借到的住房贷款可以达到其年收入的5倍，提高了50%以上。从中我们能够推测出什么？至少有四种可能性：
>
> • 老的贷款标准太保守了，新的贷款标准才是正确的。
>
> • 情况已经发生变化了，因此新的贷款标准按照现在的情况来说是保守的，就像老的贷款标准对于过去的情况来说是保守的。
>
> • 对于抵押贷款人来说，他们接受更高的违约率，并因此降低贷款净利润也是合理的，所以放宽贷款标准能使业务规模扩大，由于贷款机构的资本成本下降了，所以其贷款业务整体的净利润会随着规模增长而增长。
>
> • 或者因为同行都抢着把钱放出去，从而导致资本提供者为了争夺市

场份额而放松贷款标准。

当然，我本人并不是英国住房抵押贷款市场的专家，而且我写这份投资备忘录的出发点是评论整个资本市场的趋势，而不是其中任何一个板块。此外，有一点肯定是事实，现在的低利率政策意味着，同样高的薪水能支撑人们负担更多的抵押贷款，而且今后可能会一直如此，他们只要满足两个条件就行：第一，借款人能保住工作，有足够多的薪水还房贷；第二，他们借的抵押贷款是固定利率的。但是如果你认为，阿比这家英国第二大房屋贷款提供机构所采取的提高住房贷款上限这一步，也许基于类似的合乎逻辑的理由，那么我们要问的问题是为什么时间选在此时。

合乎逻辑的理由和清醒的决策制定，也许会牵涉其中。但是这也会涉及另外两个方面：一是贷款机构争着把钱贷出去，抢夺市场份额；二是通常到了后期接近顶点的时候，大家都相信“这次不一样”。贷款机构和投资人总会背离久经考验的纪律和原则，而这个时候周期往往快要走到极端点了，因为他们现在都相信，现在的情况与过去普遍存在的情况不一样，而那些纪律和原则在过去那种情况下适合，现在因为情况变了，所以不适合了。同样会出现的结果是，事实会狠很地教育这些人，周期还会重复，这次还是和过去一样，什么也没有改变。

随着房价上升，利率却在下降，我们在美国住房抵押贷款市场上看到了什么情况？首先我们看到的是低首付，其次，我们看到的是比较高的贷款与房屋价值比值，再次是百分之百的贷款融资，然后是低月供贷款，再然后是零月供贷款，最后是银行不要求有工作证明或信用记录，人们就能拿到房屋抵押贷款。以上发生的所有情况，能让更多的买房人贷到更多钱，让更多的房屋买家扩大预算购买更贵的房子。但是与此同时，这也让他们的住房抵押贷款对于贷款人来说，风险更高了。这些事情发生的时候，房屋价格已涨到天上了，而贷款利率则降到了地下，好几代人都没有见过这么低的贷款利率了。最终，买房人得到的抵押贷款，按照其收入水平和普遍的低利率水平来说，是最大的贷款额度。他们拿到这么多的抵押贷款，让他们住进梦寐以求的好房子……只要情况没有变坏，他们就能一直住在这套好房子里，但是无一例外，情况总会变坏。

你还记得吗？有一个电视真人秀节目《听旋律猜歌名》，节目里有一个游戏是，“你听几个音符就能说出歌名”。第一个参赛者说：“我只听6个音符就能说出歌名。”接下来，第二个参赛者说：“我只听5个音符就能说出歌名。”再接下来，第三个参赛者说：“我只听4个音符就能说出歌名。”最终能得到机会听旋律猜歌名的参赛者，是那个愿意接受最危险条件的人，他愿意在知道最少信息的基础上去试一下。

和那个听音符猜歌名的比赛类似，爱尔兰银行加入了抢着贷款给买房人的比赛。爱尔兰银行说："我能给借款人年收入4.5倍的贷款。"接下来阿比银行说："我能给借款人年收入5倍的贷款。"和听音符猜歌名的游戏比赛一样，这像是一个拍卖竞价抢贷款的游戏，所谓的"赢家"银行，肯定是放的贷款金额最高，而要求的收入最低，也就是要求的安全保障水平最低。最终，谁是真正的赢家，谁是输家，等到这个周期反转，就会变得一清二楚了，就像美国房贷市场上年的情形一样。但是有一点是确定无疑的，投资人正在进行一场逐底竞争……比赛看哪家机构敢用最小的容错安全边际来做贷款……

不管如何进行信用分级，最近这些年来，住房抵押贷款的标准确实都降低了，风险确实都增加了。这样做合乎逻辑吗？也许合理吧。是周期引起（并加剧）了这种情况吗？我想说，是的。英国《金融时报》援引美林证券的银行业分析师约翰·保罗·克鲁切利的话说："阿比银行发放给借款人年收入5倍的住房抵押贷款，也许是完全合情合理的，也许是极度危险的。"可以肯定的是，这让住房抵押贷款的风险更大了。再过几年，我们才会看清楚，这样做是聪明地承受风险，还是因为竞争而头脑发热……

如今金融市场的状况，我们可以很容易地总结如下：全球流动性泛滥，对传统投资兴趣极小，很明显投资人几乎不关注风险，到处都是预期收益率微薄。因此，作为获得足够高的潜在收益率（但还是低于过去承诺的收益率）而支付的代价，投资人很容易接受相当大的风险。这些风险的形式有：高杠杆率，没有经过检验的衍生产品，虚弱的交易结构。现在的周期在形式上不是非同寻常，只不过在幅度上大得非同寻常。依我看，最终的结果其实很清楚，并不神秘，但是在周期目前所处的这一点上，看起来最风光的是那些乐观主义者。

我完全可以把这份备忘录写得篇幅更短，只要引用我最喜欢的两句名言就行了。

第一句名言是约翰·肯尼斯·加尔布雷斯所说的——很遗憾老先生去年刚刚过世。我很荣幸，在一年半之前，能够有幸拜见加尔布雷斯先生，当面求教，亲耳聆听他的智慧。这句名言，也是来自他那本堪称无价之宝的经典名著《金融市场狂热简史》（*A Short History of Financial Euphoria*）。这段话读起来特别适合当前的市场情况：

"助长金融市场狂热兴奋的因素还有另外两个，不论是在我们这个时代，还是在过去的时代，都极少有人注意到。第一个因素是，人们在金融投资上的记忆极其短暂。后果是那些金融投资大灾难，投资人很快就完全遗忘了。更进一步的后果是，同样的或者非常相似的情形再

次出现，有时距上一次发生才过了短短几年，却受到新一代投资人的一片欢呼。新一代投资人，通常很年轻，总是非常自信，称其为卓越的重大创新发现，会改变金融世界，甚至改变整个经济世界，却不知道这种事情在历史上造成了金融大灾难。在人类积极努力不断进取的领域里，极少有像金融领域这样，历史所占的分量简直无足轻重，过去的经验，其实就是记忆的一部分，却被年轻人鄙视为那些老古董的避难所，因为那些老古董没有见识，欣赏不了现代金融世界不可思议的伟大奇迹。”

第二句名言是沃伦·巴菲特先生所说的，可以说它是投资的最基本原则。巴菲特用这句话提醒我们，一定要根据你身边大多数投资人的行为来相应地调整自己的投资行为。巴菲特说的这句话更短，却可能更加有用：“别人处理自己的事情越不谨慎小心，我们处理自己的事情就越要谨慎小心。”

这份投资备忘录，可以简短地总结为下面一句话：有一场逐底竞争正在进行，表明那些投资人和资本提供者普遍没有那么小心谨慎。在现在这个时间点上，没有人可以证明那些参与者会受到惩罚，或者他们的长期业绩会更差，那些和他们唱反调而反向操作的人的长期业绩却会更好。尤其长期来看往往如此。

如果你拒绝与大多数投资人为伍，不参与无忧无虑的、不考虑风险的市场，就像今天的市场，那么一段时间之后，你会受到双重打击：一是从业绩来看，你是一个落后的大输家，输了比赛；二是从群体来看，你像是一个落伍的老家伙，输了面子。但是，付出这两个代价，也没有什么大不了的，只要你人还在（钱还在）——其他人最终钱没了，人也没了。从我个人的经验来看，随意追涨买入就能轻松赚钱的时代最终会过去，随之而来的是一波市场修正，这时报应就来了，惩罚也来了。也许，这次不会发生这样的事，但是我可不愿意承受那种风险。与此同时，橡树资本及各位同人会继续坚持不盲目从众的准则。因为坚守这个准则，过去20多年让我们受益良多，业绩很好。

沃伦·巴菲特用一句话就概括了我上面所说的所有内容，而且这句话我一直奉行。我觉得巴菲特的这句名言很好地概括了投资人容易盲目从众的群体现象，也很好地总结了面对这种群体现象我们要采取的逆向投资策略。投资大众越不够担心风险，不够小心谨慎地行事，就越应该像巴菲特所说的那样，变得更加谨慎小心，决不轻易地追涨买入。但是这还不够，在相反的情况出现时，投资大众陷入恐慌和焦虑，不能想象还会有什么情况值得承受风险去投资，我们也应该像巴菲特先生所说的那样，反众人之道而行之，应该变得更加激进，勇敢地低位买入。

## 风险规避过度的时候会发生什么？

关于金融周期的不对称性，我在第2章花了很长篇幅详细地做了描述。金融周期的不对称性基本上可以保证，像2005—2007年那样容忍风险的环境，以及所引发的金融工具发行大繁荣，其后市场肯定会出现一波惨烈的修正。

我在前面讲过，希望2007—2008年的全球金融危机，能够成为我们一生中只有一次的“绝佳机会”——亲眼见证两个周期的巨大反转，心理和情绪钟摆非理性地从完全正面摆到完全负面，风险态度周期从过度风险容忍反转为过度风险规避。

2005—2007年，过度风险容忍引发的行为就像我在前面所描述的那样，其实一直都像在“蒙眼狂奔”，结果给投资人带来了巨大痛苦和损失：

- 后来事情变得很清楚了，努力扩大自有产权住房，导致很多本来买不起房的人买了房子。成千上万的家庭用来投资购买住房产权的钱都亏掉了，他们的搬家成本以及他们对房屋所做的装修成本，也都一道亏进去了。

- 很多次级住房抵押贷款，在借款人根本没有工资收入或者就业证明的情况下就被发放了，结果表明这样的操作很不明智。

- 住房抵押贷款标准过于宽松，再加上贷款机构后台审核不严，形成了大量不良抵押贷款，这样的结果并不令人吃惊。那些借款人根本不可能按约还本付息。

- 从抵押贷款的历史数据来看，违约率很低，在此基础上人们进行简单的推论，预测未来违约率情况。这样做忽视了一种可能性，即抵押贷款操作过于宽松，导致违约率高到前所未有的程度。

- 证券构建决策、债券评级、损失预测，都基于历史违约率，而实际违约率超过历史违约率，导致基于次级贷款所构建的结构化证券和杠杆证券的违约率高得惊人，由此证明评级机构一直以来对这些证券所做的很高的信用评级都是错误的。

- 杠杆抵押贷款支持证券（以及大多数内含很高杠杆水平的金融衍生产品），原来都被认为是收益增强的工具，后来都变成了金融大规模杀伤性武器，因为这些杠杆基金和证券违反了贷款协议，发行人根本不能按约如期还本付息。

- 当然，这些新型的金融产品表明，金融创新所标榜的保证高收益、只有低风险，极少能够说到做到。

- 由于放松管制，原来《格拉斯–斯蒂格尔法案》禁业混业经营的规定撤销了，金融混业经营得到允许，结果导致了严重问题；废止报升规定，让金融机构的股票受到做空的无情打压，一路狂跌；结果证明，有些银行在法律法规允许的高杠杆水平下根本无法生存。

前面所说的每件事都发生了，后果严重：大规模抵押贷款违约；银行收回不能按期还款的抵押住房；抵押贷款支持证券的评级下调及违约；房屋价格崩盘及现有房子根本卖不动；股市崩盘，公司债券市场崩盘，流动性消失；信用完全枯竭；大量银行无力支付借款利息，寻求政府援助，甚至破产。

> 当然，那些大家都觉得不可能发生的事件都发生了，导致信贷危机。很多糟糕的事情都发生了，原来大家认为这些事情是不大可能发生的（甚至觉得它们根本不可能发生），但是后来这些事情不仅发生了，而且同时发生了，这令那些使用了高杠杆的投资人和金融机构大祸临头。（投资备忘录《消极态度要有极限》，2008年10月）

对于投资者以及其他金融系统的参与者来说，以上所有这些事件所产生的心理影响累积起来会有多大？简单地说，大得令人生畏。这时，整体恐慌取代了高度信心，过度风险规避取代了过度风险容忍。2008年雷曼兄弟破产后，就发生了这样的情况。卖家成群结队地抛售，量大，价低，急于卖出，可是买家都站在一边，不敢出手。资产价格崩盘了，市场流动性降到了零。

所有这些事件都产生于高风险容忍退位和高风险规避取而代之。所有这些事件都在火上浇油，助长了更大的恐惧，更高的风险规避，让大家更加害怕会有更多同样的坏事发生。人还是同样的人，原来买入未经考验的金融工具是基于积极利好的假设和好得简直像做梦一样的承诺，现在这些人的看法完全变了，大家都相信整个金融体系可能崩溃。

为了提供一个案例，让大家实际看看投资人风险态度周期摆动到过度风险规避会是什么样子，影响会有多大，我来分享一个真实的故事，也是我的亲身经历，就发生在雷曼兄弟破产前的几个星期。就是这件事激发了我的灵感，令我写下了一份投资备忘录《消极态度要有极限》。

橡树资本组建了旗下的第一只杠杆基金[1]，也算是稍微追赶一下潮流，时

间就在金融危机发生前的几年。我们运用的杠杆水平要比别人低得多，比如，我们的欧洲优先贷款基金的杠杆为股东权益的4倍，而更加传统的杠杆是7到8倍，而且我们在选择购买的资产时非常保守，但是后来发生的事也把我们逼到了基金崩盘的悬崖边。就在次贷危机之前，优先级贷款或者“杠杆”贷款，甚至那些有信用问题的贷款——100美元面值的贷款，其交易价格也很少低于96美元。因此，我觉得我们几乎不大可能收到需要追加保证金的通知，即贷款机构要求追加投入更多的权益资本。按照我们的借款协议，只有我们组合中所持有的那些贷款平均市场价格从100美元跌到88美元时，才需要追加保证金。

但是，在雷曼兄弟破产之后，贷款价格跌到了历史新低，因为受到多方面的压力，其中最突出的压力是银行着急抛售贷款。这些贷款本来是那些杠杆基金所持有的，它们收到了追加保证金的通知，却找不到钱追加投资，此时，银行只能强行平仓，抛售其组合持仓的贷款。结果，100美元面值贷款的市场价格平均跌到了88美元，如此，追加保证金、崩盘，原来觉得相当遥远的事情，现在却成了摆在眼前的现实。我们向贷款人争取了一些时间去找钱，打算找基金投资人筹资，让他们投入更多的权益资本，把基金的杠杆从4：1的资产与股东权益之比降到2：1。我们一讲，投资人就明白了，这代表了一个机会，他们按照现在折价之后的市场价格保留贷款，而不是按照这样便宜的市场价格放弃持仓的贷款潜在的高收益，而且能从基金的低成本杠杆中受益。结果，这些基金投资人大多数都同意了我们的看法，按照我们的要求，追加了投资。我们的基金杠杆水平从4：1降到了2：1，基金的保护层增加了，更不容易落到追加保证金的地步，除非我们持仓贷款的平均价格从100美元面值跌到不可思议的65美元，也就是说亏损1/3。

但是由于买家严重匮乏，连续不断地要求追加保证金，再加上对冲基金为应对基金赎回而被迫卖出，结果造成贷款市场继续呈螺旋形下跌，原来大家所说的“合理价格”也靠不住了，现在变成大家普遍担心再低的价格也很难撑得住。最终，我们持仓的贷款组合的平均市场价格跌到了接近70美元。我也没招了，决定再次降杠杆，资产与股东权益之比从2：1降到1：1，这样，基金的权益资本可以完全覆盖基金的债务，我们可以完全免除银行贷款协议的条款约束了，也就是说再也没有必须追加保证金否则强行平仓的危险了。

我让基金投资人追加投入了更多的权益资本，就是提供给基金投资人一个投资机会，出资让基金能够保留持仓的贷款，他们的到期收益率能达到两位数，而且因为整个基金运用了1：1的杠杆，杠杆收益率能够达到20%以上（扣除费用和潜在违约损失之前）。但如果这轮增资之前的老投资人不能按其持股比例来足额增资，允许其他人出资补缺，其实相当于卖出自己

持有基金组合的一部分权益，那么他们损失的是未来20%以上的年收益率。

但是，当时投资人可以说身处危机之中，市场价格一路狂跌，基金清盘，整个市场只有卖家没有买家，这些情况混合在一起，让一些基金的老投资人非常为难，他们不愿意第二次追加资本。有些投资人也是基金经理，自己管理的基金投资组合持仓到处都有问题，不得不频频救火，已经疲惫不堪。有些投资人不是那么重视第二次增资我们这个基金的机会，不把它看得像拯救他们自己的投资那样重要，而是可能将其看作“为了捞回亏损再拿更多钱去赌”。有些投资人手上根本没有流动资金。有些人不愿意再和他们的老板下功夫解释为什么还要第二次追加投资。在市场跌到谷底的时候，投资人采取行动继续投资极其困难，需要巨大的信心和勇气。在说服投资人第二次增资的过程中发生了这么一件事，我来说给大家听听。

我去拜访一家养老金投资基金，也是我们这只基金的投资人，向他们解释第二次追加投资本金的理由。我一五一十地推算出基金到期收益率会超过20%，这家养老金的基金经理一听也承认这确实很吸引人，但是他们十分担心贷款违约的可能性。于是我们就有了下面你来我往的这番对话：

养老金基金：请谈一下违约会导致你们这只基金投资不能成功的潜在风险？

> 霍华德·马克斯：高收益债在资本结构上优先顺位低于贷款，就像我们基金持有的贷款那样。最近26年高收益债的平均违约率为每年1%左右（请记住，违约债券也有重新恢复还本付息的。这意味着，我们的信贷损失一直是每年低于1%的）。因此，按照历史违约率水平来看，违约几乎不会减少我们这只基金20%以上的预期收益率。

养老金基金：但是如果情况变得比这更加糟糕呢？

> 霍华德·马克斯：在我们的基金历史上，最糟糕的那五年违约率平均为每年3%；很明显，相对于我们谈的基金预期收益来说，3%的违约率根本不是问题。

养老金基金：但是如果情况变得比这更加糟糕呢？

> 霍华德·马克斯：在整个高收益债领域里，即使根本不考虑基金经理有能力又有技巧地选择信贷来避免违约，历史平均违约率也只有每年4.2%，由此造成2%到3%的信贷损失。很明显，这不会对我们这只基金造成多大损害，因为我们的预期收益率有20%多。

养老金基金：但是如果情况变得比这更加糟糕呢？

霍华德·马克斯：从整个高收益债领域来看，历史上最糟糕的五年平均违约率为每年7.3%，这也不是什么问题。

养老金基金：但是如果情况变得比这更加糟糕呢？

霍华德·马克斯：高收益债历史上最糟糕的那一年，违约率为12.8%，即便如此，我们20%多的预期收益率，扣除违约损失之后，也还能够获得相当高的收益率。

养老金基金：但是如果情况变得比这更加糟糕呢？

霍华德·马克斯：按照历史上最糟糕的一年12.8%的违约率，再乘以1.5倍，差不多19%，即便如此，按照这只基金20%以上的预期年收益率来看，我们还是能够赚到一点儿钱的。假如结果是我们只能挣到这么一点儿钱，那么前提是这样极高的违约率必须年年如此，而不是只有一年如此。

养老金基金：但是如果情况变得比这更加糟糕呢？

这时候，我就忍不住问了："你们持仓里有股票吗？"我告诉他们，如果你们手上持有股票，你们就会真的相信未来会发生像世界末日一样悲惨的情况，就像你们一直不断地追问我"如果情况更加糟糕"。你们最好马上离开房间，把手上的股票投资全部卖掉。

我的观点是，负面环境导致投资人过度风险规避，他们对投资仔细检查到无比苛刻的地步，他们的负面假设比十八层地狱还深不见底。反过来，在牛市里，投资人心理冲动，头脑发热，做投资之前很少检查，甚至根本不做检查，而且对未来的假设是一片光明的。在恐慌的时候，人们用百分之百的时间确定不会有任何损失……其实在这个时候，他们应该担心的反而是，可能会错失极佳的投资机会。

极端的否定态度加上夸大的风险规避，可能导致价格已经低到不能再低的程度了，再亏损，看起来是高度不可能发生的事。因此，这个时候亏钱的风险反而是最小的，正如我在前面所指出的，世界上最危险的事情是相信根本没有风险。用同样的说法，最安全（也是报酬最丰厚）的买入时机，通常是在每个人都相信根本没有赚钱希望的时候。每个人都失去赚钱希望的时候，反而是最有赚钱希望的时机。

对我持有的每笔投资，如果我只能问一个问题，那么我会问一个很简单的问题：市场价格里面乐观主义的因素占了多大比例？乐观主义水平高，意味着可能发生的利好已经纳入定价了；相对于内在价值来说，市场价格过高，只有很小的安全边际，如果未来发展不如预期而令人失望，那么市场就没有容许犯错的余地。但是乐观主义水平如果很低，甚至没有，就有可能导致市场价格很低，业绩预期不高，负面的意外不大可能发生。乐观主义稍微有一点儿好转，就会导致市场价格上涨。我和养老基金的那段对话有重要意义，原因很简单，在投资人的思考中，所有乐观主义成分都像被拧干的毛巾一样，一滴水也拧不出来了。

和这家养老基金交流后，我可以说是一溜小跑奔回办公室，写了一份投资备忘录《消极态度要有极限》，我表达的看法是：大致在这个时点，投资人的风险态度周期已经走到了极端，我们可以用最低的价格买到大多数债权。在这份投资备忘录里，我分享了下面这些体会：

> 很多坏事情，我们过去觉得不大可能发生，甚至觉得根本不可能发生，现在都发生了，而且是同时发生，对于那些用了很高杠杆做投资的人来说，简直是世界末日。所以，最简单的解释是，在这场信贷危机中投资人之所以受到严重损失，是因为他们过去一直不够怀疑，不够悲观。
>
> 但是这让我顿悟：怀疑主义和悲观主义不是同义词。乐观主义过度的时候，怀疑主义会召唤悲观主义。但是，悲观主义过度的时候，怀疑主义也会召唤乐观主义。我会对这个主题再做更多阐述，但是我要表达的意思其实就这么简单。
>
> 逆向主义，就是和别人做的事相反，或者说“逆风行驶”“逆水行舟”，是投资成功必不可少的关键因素。但是随着信贷危机上周达到顶峰，人们屈服了，不再顶风前行，而是转身顺风而跑。我发现，只有极少数人是乐观的，大多数人是相当悲观的，有些人发自内心地抑郁了，甚至有些人是我认识的很了不起的投资高手。我知道，电子邮件里正在疯传更加负面的神话般的灾难预言——即将发生大崩盘。没有人利用怀疑主义说，“这么恐怖的说法不可能是真的”。悲观主义滋生更大的悲观主义。人们唯一关心的是加强投资组合的防御性，让它能够固若金汤，牢不可破，经得住即将到来的大崩溃，或者卖出持仓，账上保持足够多的现金以应对赎回。投资人上个星期没有做的只有一件事情，就是进攻，买入更多证券。所以证券价格一跌再跌，而且一跌就是几个百分点，有一个古老的说法是“跳空缺口”。

希望我这份对当时市场情况的记录，能够给你一种提醒——完全不合常理的过度风险规避是什么样子；也能给你另一种提醒——在这种环境下，你应该做些什么才是对的。

补充一下，我们这只基金的少数投资人，包括我那天拜访的那家养老基金在内，拒绝注入更多资金。我觉得，我是这只基金的基金经理，就应该尽我所能地保住这个基金，无论做什么，我也要让这只基金维持下去，于是我个人出资，补上了这些投资人的出资缺口。这时投资这只基金，就是在一个高度风险规避的时候投资不良次级贷款杠杆组合，结果这次投资机会成就了我这辈子所做的最赚钱的投资……这样绝佳的投资机会并不是我主动抢来的，而是在贷款价格便宜得简直荒谬的市场情况下，其他人都不愿意投资，白白送给了我这个机会。

～～～

这一章已经成了本书篇幅最长的一章。我写这么长，有一个很好的理由——我相信，态度决定一切，这一章讲的风险态度周期属于最重要的周期之一。在《投资最重要的事》中，有一章很重要，它讲的是知道我们现在处在不同周期的什么位置非常重要。明白投资人如何思考和应对风险，也许是我们应该努力去做的最重要的事。简单地说，投资人过度风险容忍会助推市场大涨，形成风险，而投资人摆动到过度风险规避，则会压抑市场，创造出一些最伟大的买入机会。

理性的投资人勤勉分析，合理怀疑，适当规避风险，无论任何时候都是如此，但是也在寻找投资机会，以期获得较高的潜在收益，这样在弥补风险损失后，他们还有更多的剩余收益。在牛市的时候，我们听到很多人说：“风险？什么风险？我看不大可能会出错：到现在一直都很好。不管怎么样，风险都是我的朋友，承担的风险越大，我赚到的钱可能越多。”

后来，到市场行情糟糕的时候，很多投资人完全转变了，换成了另外一套更简单的说法：“我根本不在乎能不能在市场上多挣一分钱，我唯一在乎的是不要再亏钱了。给我赶紧卖出离场！”

有一点至关重要，你要注意到，既然理性的、不容易受情绪所控的投资人只是极少数人，那么投资人从整体而言在对待风险的态度上或者在心理和情绪的其他方面，极少能达到平衡状态，会随着周期波动而波动，或者随着钟摆摆动而摆动。一面是风险规避，迫使他们要小心谨慎，另一面是风险容忍，驱动他们积极买入。投资人总体而言往往不能在二者之间保持一个健康的平衡状态，在通常情况下，不是风险规避明显占上风，就是风险容忍明显占上风。他们在心理和情绪方面也是非常相似的：恐惧和贪婪，怀疑和信任，只愿意看到积极有利的一面，以及只愿意看到消极不利的另

一面，还有其他很多心理和情绪钟摆也是如此。这些心理和情绪周期充分表明，投资人只有极少时间走幸福的中庸之道，大部分时间都在走极端。

投资人风险态度的波动震荡或者反复无常，既是某些周期造成的结果，也是其他周期的放大器。风险态度周期总会这样，没办法，可能人的心理和情绪天生就是容易走极端，在前景一片大好的时候，人的心理和情绪容易变得过于乐观和过于风险容忍，而当情形掉头向下的时候，人们又容易变得过于担心和风险规避。这意味着人们最想买入的时候，反而是最应该小心谨慎的时候，人们最不愿意买入的时候，反而是最应该激进买入的时候。卓越投资人能够认识到这一点，努力地做到反众人之道，进行逆向投资。

---

[1] 美国的基金和中国的有所不同，中国基金多为契约型，持有的基金按照份额计算。美国的基金多为公司型。基金就是一家股份公司，基金持有人就是股东，持有的基金按照股份计算，投入的基金相当于我们经常说的股份公司的股东投入资本所形成的股东权益。这里所说的杠杆就是公司资产与股东投入资产（股东权益）之比。假设股东每投入1元，从银行借4元，这样公司的资产为5元，杠杆，即资产与股东权益之比，为5：1。——译者注

# 09
# 信贷周期

> 卓越的投资并不是来自买的资产质量好，而是来自买的资产性价比高——资产质量不错且价格低，潜在收益率相当高却风险有限。满足这些条件的最佳买入机会，多数是在信贷市场处于其周期中不是那么兴奋地扩张，更多的是恐惧地收缩的阶段。信贷周期猛地关上大门的阶段，最有助于形成到处都是便宜货的情形，比其他任何因素的作用都要大。

现在，我们研究周期的基础工作已经完成了。我们前面讨论过经济周期和企业盈利周期，二者构成了投资的基本背景。在此基础上，投资人的行为、心理和态度也会有周期性波动，随着基本面变化而发生相应的变化（而且往往会过于夸大基本面的变化）。现在，我们要讨论一些特殊类型的金融周期，你会注意到前面所说的这些基本周期的波动，强烈地影响本书后面章节中所说的特殊类型金融周期的波动。

正如我们前面讨论过的那样，有些行为，比如购买住房，对经济周期高度敏感，基本上是跟着经济周期走，而其他行为，比如购买食品，对经济周期并不是那么敏感。有些周期对经济其他方面有很大影响，而且对其他周期有深远的影响，但是其他周期并非如此。这一章的主题是信贷周期。信贷周期对经济周期高度敏感，对经济的其他方面和其他周期都有很大的影响力。最近，信贷周期波动特别反复无常，极大地影响了其他领域的活动，而所有这些周期波动又由于投资人心理和情绪周期波动的影响而加剧。我在第7章和第8章中讲的就是投资人的心理和情绪周期。

请注意，这一章我们谈的信贷周期，有时候也被称为资本市场周期。我个人并不觉得这种区分很重要。严格地说，“资本”是指企业筹集用来发展业务的所有资金。股东投入的资金被称为权益资本，俗称股本；向银行贷款或者发行债券借入的资金被称为债务资本，“信贷”指的就是这部分债务资本。在实务操作中，信贷周期和资本市场周期这两个名称似乎可以交换使用，不过我还是发现，说信贷周期的人很多，说资本市场周期的人很少。所以，我在谈论债券市场的时候，会一直用“信贷周期”这个说法，而当我讨论融资的整体松紧程度的时候，我会用“资本市场周期”这个说法。但是不管我用哪个说法，本质上都是一样的，而且最重要的是，适用于一个说法的考量因素，也同样适用于另一个说法。

以下内容节选自我在2010年12月写的投资备忘录《打开和关闭》，以及我更早之前在投资备忘录中写的一些东西，我把信贷周期放在一系列周期的背景之下进行分析：

> 请考虑以下事项：人们常常指责经济的上行与下行导致企业盈利波动，而企业盈利波动又导致证券市场的上涨和下跌。这样，一个周期影响下一个周期，像多米诺骨牌一样。可是，即使是在衰退和复苏阶段，经济增长也经常会偏离长期趋势线。虽然只不过偏离几个百分点，但是为什么企业盈利增长和减少的幅度却大得多？答案是，企业使用了杠杆，比如财务杠杆和经营杠杆，从而放大了企业销售收入上涨和下跌对盈利的影响。
>
> 尽管企业盈利是这样波动的，波动幅度明显大于GDP，但是相对而言还是比较温和的。可是，相对于企业盈利波动，为什么证券市场大涨和大跌的波动幅度却如此巨大？我将其归因于人们心理的波动，特别是心理波动对融资松紧程度的深远影响。
>
> 简短地说，经济只是波动了一点儿，企业盈利波动只是比经济波动稍大了一些，可是信贷的波动大幅超过了经济波动和企业盈利波动，信贷窗口从打开很宽到猛然关闭……正如这份投资备忘录的标题。我相信信贷周期在所有周期中最波动无常，且最能产生巨大影响。因此，信贷周期值得我们高度注意。

我在2001年11月写的投资备忘录《你不能预测，但你能预防》中，说得更加简明扼要：

> 我在投资这行做得越久，越能感受到信贷周期的巨大力量。经济周期只要小幅波动一下，就会让信贷松紧程度产生很大的波动，而信贷周期的大幅波动会对资产价格波动产生巨大影响，而资产价格的巨幅波动反过来又会影响经济本身的波动。

资本或者信贷松紧程度的变化，构成了对经济、企业、市场最基本的影响之一。尽管信贷周期对于证券市场的人来说，不如本书中所谈论的其他周期的名气那么大，但是我认为，信贷周期的重要性最高、影响最深远。

就像我前面引用的那段话一样，用窗口比喻信贷周期，我们就容易理解得多。简单地说，有时候信贷窗口是打开的，有时候信贷窗口是关闭的。事实上，在金融圈里人们经常会说“信贷窗口”，意思是“你能够去借钱的地

方”。当信贷窗口打开的时候，资金很充裕，而且容易获得，而当信贷窗口关闭的时候，信贷资金很少，而且难以获得。最后，有一点非常重要，你务必牢记在心，就是从窗口大开到窗口关闭，可能只在一瞬间。要让你更加完整地理解信贷周期，我还要讲很多东西，包括这些周期性运动的原因及其影响，但是信贷周期会一下子从窗口大开到窗口关闭，这点非常关键。

为什么我把信贷周期列为最重要的周期？第一，资本或者信贷，是生产过程中必不可少的重要组成部分，因此能否及时获得足够多的追加资本投入，在很大程度上决定了企业（和经济）的成长能力。如果资本市场关闭了，企业就很难筹集到资本来支持业务增长。

第二，企业和个人必须获得资本，才能在现有债务到期时进行再融资。企业通常不会全部还清债务，大多数经济单位，比如政府和消费者，也不会全部还清债务。很多情况下，人们只需要把到期债务滚动融资就行了，其实就是借新债还旧债。但是如果企业到那个时候不能发行新债券，账上现有的旧债券又到期了，那么企业就要违约了，就会因此被迫进入破产程序。现在的信贷容易得到还是很难得到，决定企业在某时点能不能滚动再融资最重要的因素。

很多企业的资产，本质上是长期资产（比如，建筑、机器设备、交通运输工具、信誉），但是企业通常通过发行短期债券来筹资购买这些长期资产。企业之所以这样做，是因为短期债务的借款成本最低。所以这种“借短投长”的安排，在大多数时候都运作得很好，这时信贷市场是开放的，而且完整地发挥作用。这意味着企业在债务到期时很容易滚动再融资。但是在不容易流动的长期资产与短期债务之间进行错配，有很大隐患，一旦信贷周期掉头向下，导致到期债务不能再融资，这种错配就很容易引发危机。这种典型的错配，要是正好遇上金融市场收缩，通常就会引发惨烈的金融市场大崩盘。

2007年全球金融危机开始形成的时候，信贷市场冻结了，美国财政部采取了前所未有的非常举措，为所有商业票据提供担保。如果不是这样，这些债务工具，一般期限在270天以内，也许到期就不能滚动再融资了，会导致最强大的公司也面临违约。事实上，这种违约也许主要集中出现在少数大企业里，因为它们发行的商业票据特别多，一次发行几十亿美元，这些顶级公司都有很高的信用，所以很容易进入商业票据市场融资。（市场保持开放的重要性，以及到期票据能够滚动再融资的能力，突出表明认清净资产和流动性的本质区别很重要，企业账上仅有净资产不行，要花钱必须有现金才行。一家企业尽管非常富有，净资产规模很大，但是会陷入债务麻烦，甚至面临破产，因为企业没有现金又借不到钱，就没有足够多的现金来兑付到期的债务、票据和其他需要用现金支付的开支。

第三，很多经济单位都依赖信贷市场才能顺利运行，而金融机构代表了其中一个特殊的、夸张的案例。其实，金融机构做的业务就是交易资金，比如存款是以低利率买入资金，贷款是以高利率卖出资金，需要渠道进行融资，以保持资金交易业务顺畅进行。由于买进的资金期限和卖出的资金期限经常不匹配，经常会借短贷长，所以金融机构成为长短期错配规模最大的集中地，很可能会完全崩溃。你想想看，比如，银行吸收存款，存款客户随时有权取走存款，然后银行用这些存款资金去做房产抵押贷款，再过30年才能收回来这些贷出去的资金。如果有一天所有存款客户都慌了，都跑到银行要求取出存款资金（“银行挤兑”），那么银行会成什么样子？银行如果没有渠道进入信贷市场紧急融资（也没有政府救援），就肯定没有足够多的资金一下子兑付所有存款，因此也只能违约了，也就一下子倒闭了。

第四，信贷市场发出的信号会产生巨大的心理影响。信贷市场关闭会导致恐惧扩散，其影响远远超过企业现实情况的负面程度。困难情况会导致资本市场关闭……而资本市场关闭会对企业造成负面冲击（同样也会影响市场参与者对企业的看法）。这种“恶性循环”是大多数金融危机的一个组成部分。

## 信贷周期运行过程

现在你应该基本了解信贷周期的特点和重要性了。我们要讲的下一个话题是为什么会出现信贷周期，是什么原因导致信贷有时更容易获得而有时不容易获得。

信贷窗口并没有自己的大脑，开放和关闭也不是自己说了算，而是与其他领域的发展密切相关。在投资备忘录《你不能预测，但你能预防》中，我讲了信贷市场扩张和收缩的来龙去脉，并且比较详细地做了解释：

> 信贷扩张和收缩的过程很简单：
>
> • 经济进入一段繁荣时期；
>
> • 资本提供者生意兴隆，增加了他们的资本基础；
>
> • 因为坏消息稀少，贷款和投资的风险看起来已经缩小了；
>
> • 风险规避消失了；
>
> • 金融机构开始扩大业务，也就是提供更多的资本；

- 金融机构竞争市场份额，为此不惜降低要求（比如，降低利率），降低贷款标准，为一个特定交易提供更多资本，而且放松贷款协议条款。

在极端情况下，资本提供方融资给那些其实并不值得融资的借款人和项目。正如某经济学家所说的：“最糟糕的贷款是在最好的时候做的。”这导致了资本毁灭，也就是说，投资于那些资本成本超过资本收益的项目，甚至投资于那些根本没有资本收益的项目。

信贷周期走到这步之后，上涨阶段结束，周期开始反转。

- 损失导致贷款人失去信心，变得畏缩戒备；

- 风险意识提高，随之而来的是利率提高、信贷限制提高、合约条款要求提高；

- 能够借到的资本变得很少，信贷周期进入低谷区，只有质量最高的借款人才能借到资本；

- 公司资金吃紧，变得渴望得到资本，借款人债务到期之后不能滚动融资，导致债券违约和企业破产；

- 这个过程会助长和加强经济收缩。

当然，发展到极端的情况，过程会再次反转。因为发放贷款或者投资的竞争程度处于低点，可以要求高收益率，同时要求借款人有很高的信用评级。在信贷周期走到这个极端时，手上握有资本的逆向操作者，就会尝试出手发放贷款或者购买债券以追求高收益率。如此高的潜在收益率实在很诱惑人，于是开始有更多的资本进入。就这样，一波复苏就逐步得到燃料，并逐渐形成。

有时候，人们急着要把资金放出去多赚钱，从而让信贷窗口大开。但是环境改变了，人们的态度也随之改变，人们不愿意把资金放出去，这时融资就变得难以获得。和本书讲的其他很多周期一样，关键在于读者一定要理解周期是如何实际运行的，特别是前一步如何引发下一步。因此，我们全面深入地一步一步地解释信贷周期的运行过程，这非常重要，你必须深入领会才行。

但是，在投资备忘录《你不能预测，但你能预防》中，我进一步简化地描

述了信贷周期的运行过程，只用了一句话，不到60个字。这句话抓住了信贷周期的基本特征，让人一下子看清楚了周期连锁反应的特征：

> 经济繁荣带来信贷扩张，信贷扩张导致不明智地滥发贷款，滥发贷款产生重大损失，重大损失让贷款人停止发放贷款，贷款停止就让经济繁荣中止了。就这样一环扣一环，连锁反应无休无止。

市场就是一个拍卖行，谁出的价格最高，谁就能买到东西。金融市场跟拍卖行一样，做投资的机会，提供信贷的机会，谁愿意为这些机会出价最高，谁就能得到。大家为抢到机会争抢着出高价，从而推高价格水平——从金额来看价格更高了，从估值指标来看价格也更高了（比如市盈率更高）。在信贷市场上，高价格或者高估值水平，可以直接被翻译成债务工具低收益率。最后，也像拍卖一样，通过竞拍得到资本提供机会者，是那个愿意付出最高代价，即接受最低收益率的贷款机构。

我在2007年写的投资备忘录《逐底竞争》主要讲的就是，在顺风顺水的好时候，资本提供者如何急于扩大业务规模，以及这样做有什么影响：

> 你这样想就容易多了，把资金看作商品。每个人的钱都是完全一样的，所以其实借谁的钱都一样，关键是借钱的价格，即利率。由于金融机构努力想扩大贷款规模以增加利息收入，私募股权基金和对冲基金努力想扩大管理资产规模以增加管理费收入，所以大家都想扩大业务规模。你如果愿意放出更多的资金，也就是说让更多客户来找你借钱融资，而不是找你的竞争对手借钱融资，就必须让你的资金更便宜。和其他商品一样，低价竞争是增加市场份额的最可靠路径。
>
> 降低你的资金价格，有一个方式是降低你发放贷款所收的利率。一个更微妙的方式是，同意支付更高的价格买进你想要买的东西，比如，在二级市场买流通股时同意支付更高的市盈率，或者你在收购企业时同意支付更高的交易总价格。不管怎么说，它们实质上都是一样的，你都不得不接受更低的预期收益率。不过，还有其他方式也能让你的资金价格更加便宜。而这些降低资金价格的方式，正是这份投资备忘录的主题。

对于债务来说，合同条款规定很重要。条款规定得太松，会给贷款人增加风险。例如，贷款人想要有保护性条款，限制企业参加某种活动的介入程度，以免增加现有的风险水平。这些条款也许会是：限制借款人承担的总债务规模，限制借款人用现金支付股息的规模，要求保持某最低数量的净

资产规模。但是，特别是在信贷市场过热的时候，债务的“最好卖家”，也就是最急切的贷款机构，也许会愿意接受限制条款更少的借款合同，因此会承担更大的风险。

这和拍卖一样，最终得到放出贷款的机会或者购买一个固定收益证券的机会的资本提供者，是那些既愿意接受最低收益率又愿意接受最危险合同安排的金融机构。如果现在市场态度是风险规避为主，贷款机会需求相对于贷款机会供给来说是合理的，供需基本平衡，那么出价经常是谨慎的。但是，如果现在市场的态度是风险容忍主导，贷款人纷纷争抢着渴望得到发放贷款的机会，出价的竞争就会变得过热。这样，像拍卖一样，拿到发放贷款机会可能意味着代价过高：收益率过低或者风险过高，甚至是收益率过低而且风险过高。因此，在信贷市场或者在其他市场，一场过热的拍卖可能会造成表面上的“赢家”其实是输家。我把这个过程称为逐底竞争。

相反的情况是，有时候，报名参加拍卖的买家数量只是少数，前来参加拍卖的少数买家，确实只在价格极低时才有兴趣买入。在拍卖过程中，出价陷入停止。成交结果是价格很低，收益率高得令人吃惊，贷款合同条款能为贷款人提供极好的保障。过去那种过热的市场氛围造成逐底竞争，相反，在现在这种冰冷的市场气氛下，没有人急着想要发放贷款，反而能创造出真正的大赢家。

信贷窗口打开的程度，几乎完全取决于资本提供者急于报价，还是沉默不语、按兵不动，而这又深刻地影响着经济、企业、投资人，以及由此产生的投资机会的预期收益和风险。

> 短期内，慷慨的资本市场就会产生效应，能让更多企业以更多理由拿到更多钱，而且利率更低，限制条款更少。这自然会引发更高水平的兼并、收购、企业扩张（更不用说把收购的企业快速再次资本化，而因此获得非常高的短期收益率了）。短期内，慷慨的资本市场就会推动整个市场的金融行为升到高水平。
>
> 慷慨的资本市场短期内还会产生另外一个效应，就是预先阻止实力虚弱的企业财务收缩。如果贷款人很严格，合同条款规定得很严，企业若经营上出现问题，就会很快导致“技术违约”（违反合同条款）和“资金违约”（不能按期支付利息和本金）。但是以下几种更加宽松的环境，能预先阻止实力虚弱的企业财务收缩：合同限制条款宽松，甚至根本没有；借款人可以选择，把用现金支付本息的债券转换为实物支付债券（payment-in-kind bonds）［利用最近的一个创新“延期偿还债券”（toggle bonds），即债券发行人可以选择延期支付利息，为此向债券持有人派发额外的债券作为补偿，且利率更高］；借款人能够

筹措到新资金，这样就可以用借新债还旧债的方式推迟债务结算日期。

很多预先受到阻止的违约，最终还是无法避免的，该来的还是会来，只是晚来了一些时候，但是公司此时的杠杆更高，跌得更惨。可以肯定的是，资本市场愿意融资给那些本来不太值得融资的企业，最终导致企业遭受的痛苦比不融资还要大。因此，如果其他所有事情都一样，经济周期上一个阶段越繁荣，下一个阶段就越萧条，资本市场周期在上行阶段越是过度上涨，到后面的下行阶段就越是过度下跌，涨得越多，跌得也越多。什么时候涨，什么时候跌，会涨多少，会跌多少，具体时间和具体幅度从来无法预测，但是不断涨跌起伏的周期循环发生，是我所知道的最不可避免的事情。（2007年2月，投资备忘录《逐底竞争》）

## 信贷周期的冲击

本书讲的一个重点是，一个周期中的事件对其他领域及其他种类周期的影响程度。在这一点上，没有其他周期比信贷周期的影响程度更明显了。

我在1998年10月写的投资备忘录《光有天才并不够》，所谈的主题是长期资本管理公司。我在文中写道："下一次有危机发生的时候，好好看看周围；你可能会发现一个贷款人。"过于宽容的资本提供者，经常会助长金融泡沫的生成和发展。最近无数的案例表明，宽松的资本市场助长大牛市，而大牛市后面紧随的就是著名的大崩盘：1989年到1992年的房地产；1994年到1998年的新兴市场；1998年的长期资本管理公司；1999年到2000年的影视展览行业；2000年到2001年的风险投资基金和电信企业。在每个案例中，因为贷款人和投资人提供了太多便宜的资金，结果造成过度扩张和巨大损失。在电影《梦幻之地》（*Fields of Dreams*）里，有人告诉雷·金塞拉（凯文·科斯特纳饰演）："你建好了，人就会来。"在金融世界里，你提供更便宜的资金，就会有人来借钱、买东西、搞建设，而且往往没有自我约束，越搞越大，从而导致后果很严重，贷款人和投资人损失惨重。

资本周期对科技泡沫的贡献极大。风险投资基金提供了大量资金，导致过多的公司创立，而这些初创公司没有合理的业务，也没有盈利前景。股票市场对新股发行的狂热需求，导致那些热门股像火箭般飙升，这让风险投资基金能够报告三位数的收益率，从而吸引更多要求快速安排使用的资本。资本市场的慷慨，让电信企业签订了建设需要巨大资本投入的项目合同。此时电信企业尽管只拿到一部分融资，但它们心里却很有把握地认为，随着项目建设的推进，以后肯定会拿到

更多融资，而且以后发行股票的市盈率会更高，贷款的利率会更低。这种十拿九稳的融资心态，导致电信公司建设的光纤通信能力远远超过当时的需求，很多光纤到现在还闲置在那里。投资到这些项目里的资金，很多可能永远都收不回来了。很容易得到钱，经常导致资本毁灭。

做投资的时候，我养成了这样的习惯，我不太关注未来的经济状况，我可以肯定地说，我对未来经济不可能知道得比别人更多，但是我非常关注未来的资本供给与需求情况。提前做好投资布局，重仓布局对手少且不拥挤的投资领域，能给我们带来巨大的优势。你参与人人争着往里面扔钱的投资领域，意味着踏上了一条必然通向灾难的道路。（2001年11月，投资备忘录《你不能预测，但你能预防》）

重申一下，上面所谈的这些关于周期过程很长又很重要的描述，可以精炼为简短的一两句话，我在2004年7月写的投资备忘录《良好平衡》中就提供了另外一个证据：

一次又一次地，资本提供者开水龙头开得太大了，或者关水龙头关得不太紧，做得太过头了。有时候，一个人想要多少资本，就能得到多少资本，而且只要随便找个理由就行；有时候，即使最有资格融资的借款人，也不能得到合理数量的资本，去做非常值得投资的项目。资本市场的行为是巨大的指示器，告诉我们现在处于心理周期的位置，而且资本市场的行为又是导致资本市场提供投资便宜货的最大促进因素。

我在这份投资备忘录里，继续讨论信贷周期如何助长过度的市场上涨或下跌：

要找到市场走到极端的理由，我们经常需要像回放录像一样，回顾几个月前或者几年之前的信贷周期。很多疯狂肆虐的大牛市之火，都是因提供资本的意愿大幅高涨而被煽动起来的，而这样的项目和投资往往是不理智的。同样，大多数大崩盘发生之前，资本市场完全拒绝提供融资给某些企业和行业，甚至所有想要借钱的人。

接下来我的目标是描述信贷周期的影响。为了实现这个目标，我会再次回到全球金融危机，因为它提供了最好的教学实例。

20世纪60年代后期，我还是一个菜鸟证券分析师，但已经强烈地意识到了经济运行有周期，也意识到了企业盈利随着经济周期波动而相应地起伏。尽管我还有很多东西要学，但是我已经知道一点儿心理和风险态度的周期波动，以及心理周期和风险态度周期的重要性。但是当时我几乎没有认识到信贷周期所扮演的角色和运作方式。简单地说，事非经过不知难，投资世界的大多数现象，你除非亲身经历过，否则很难真正理解。做了50多年投资，现在我可以下一个结论，信贷周期真的非常重要。事实上，每当有人问我2007年到2008年的全球金融危机发生的原因时，我会把信贷周期放在第一位。

人们选择用“全球金融危机”来命名2007年到2008年的痛苦经历，反映出这样一个事实，这场危机本质上是一个金融现象，几乎完全由在金融市场中发生的事件引发，而没有一个主要原因是由经济或者其他方面产生的。这场影响范围极广的全球金融危机，是以下金融界的态度和行为因素所导致的：

- 最根本的原因是，投资人对待金融风险的态度太过容忍了；
- 对金融风险毫不在意的态度，又由于对高收益投资工具的强劲需求而一步加剧，而这种对高收益投资工具的强劲需求则是美联储降低整体利率水平的结果。
- 以上两个因素和其他因素一起，导致投资人太愿意接受创新金融产品，太愿意全盘接受根据历史数据简单推断出的结论以及其他乐观的假设，而正是基于这些假设，人们开发了这些创新产品。
- 抵押贷款支持证券，在这些金融创新中占据主导地位，导致市场抵押贷款的需求快速增加，因为这些新型证券都是在抵押贷款的基础上构建的。
- 需求快速增长，让抵押贷款的销售更加顺畅，让发放抵押贷款的贷款机构随随便便地选择潜在的房屋购买人——他们发放贷款的对象。因为房屋抵押贷款的创设人不会保留他们创造的这些抵押贷款，所以他们不需要担心这些抵押贷款的稳健性、可靠性。这就形成了一股滥发抵押贷款的潮流，其中一个极端的例子是，市场创造出来“次级”抵押贷款这个新类型，专门针对那些不能满足传统贷款标准下就业和收入规定的借款人，或者那些宁愿支付更高利率而不是提供就业和收入证明文件的借款人。事实上，那些不合格的借款人能够借到大量贷款，本身就是一个非常明显的指标，表明信贷市场环境已经是非理性繁荣了。

- 贷款机构在发放抵押贷款时，对借款人做的尽职调查非常松懈，房屋购买人能够得到慷慨大方的次级贷款融资，结果能够买得起房子的美国人一下子多了很多，比在历史最高水平时还要多，其中包括那些按照过去严格的传统抵押贷款标准来看根本不可能拿到房贷的人。

- 大量次级抵押贷款支持证券需要评级，而这些评级业务给评级机构带来了巨大的利润。受到这么大的诱惑，信用评级机构（要么是太天真，要么是太贪婪）为了争抢业务，纷纷提供经过夸大注水的评级，结果形成了一场评级机构的逐底竞争。

- 能够买得起房的人的数量大幅度增加，是因为短期利率水平很低的推动力量，而且抵押贷款发起人忽然发现，可以利用还款初期低月供这个方法使发放贷款规模最大化。这就助长了浮动利率贷款的广泛使用，贷款机构为了诱惑新客户答应初期给予他们“特别优惠”的利率。很明显，这些不固定的利率给借款人带来了潜在危险，因为一旦优惠期到了，后期利率就会提高，月供就会大幅增加，他们明显承担不起还款后期的高月供。但是借款人会得到保证，感谢慷慨的资本市场环境，他们能够用房子再融资，借新债还旧债，再借一笔新的房屋抵押贷款，再次享受次级贷款市场的初期特别优惠利率。

- 投资银行急切地想要把大量次级抵押贷款作为原材料，像把面包切成薄片一样进行信用分级，转化成不同分级的抵押贷款支持证券，这样整体来看这些证券能够得到最高的平均信用评级，好让它们的销路最大化。投资银行对这种行为充满了热情，而且正好赶上“金融工程”备受青睐的好时机，可以让次级贷款信用分级之后的评级提高，后来事实证明，这些信用评级根本不靠谱。这些经信用分级之后包装出来的次级抵押贷款支持证券，在压力下的表现非常糟糕，完全不符合评级机构给出的高信用评级。

- 投资银行创造并销售这些次级抵押贷款支持证券，并愿意保留结构化分级的劣后份额，目的是促进大量发行，或者只是因为想要持有高收益资产（也就是说，甚至尽管这些投资银行很清楚自己制造的这种产品毒性很大，却并不在意和客户一起持有）。其他银行充分利用允许法律准许的高杠杆优势来创造资产，享有非常丰厚的利差，所用的办法是使用低成本借款，购买结构化抵押债券有风险但高收益的劣后份额和次级债。

从以上内容中你可以看出，全球金融危机构建的基础环境都是金融体系和信贷周期内生的。那些构成全球金融危机基础的发展变化，既不是整个经济体系大繁荣导致的，也不是企业盈利普遍大涨导致的。这些关键事件并

没有发生在整个企业环境或者范围更大的世界环境中。相反，全球金融危机大体上是一个金融现象，完全由那些金融玩家的行为所导致。创造这种周期的主要力量是：十分容易得到的资本；缺乏足够的经验和足够的谨慎，以致不受约束和制约的热情泛滥于整个过程中；非常富有想象力的金融工程；贷款决策和贷款保有分开；不负责任和露骨的贪婪。

不过，有一点必须注意，那些当选的官员急于让更多的人实现拥有自己房子产权的美国梦。这些官员天真地认为，如果让每个人都能够买一套房子，那么事情简直太棒了，由此引发一连串连锁反应。2002年10月，时任美国总统的乔治·布什在发表演讲时，再次重复引述了一位朋友和他所说的话："对于第一次买房的人来说，并不一定非得买个很差的房子，如果足够用心，第一次买房的人，低收入的买房人，也可以买一个和别人一样好的房子。"我想知道，2002年那些亲耳听到美国总统这种说法且非常认同它的那些人，现在会不会觉得美国总统的这番话说得根本不合逻辑。

国会议员巴尼·弗兰克，原来是扩大住房自有产权比值政策最坚定的支持者，受到全球金融危机打击之后反省说："拥有自己的房子本来是一件好事。但是在现在的社会推行这件事，让我们犯了一个大错误。因为现在，确实有些人不应该被允许去借钱买房子，而我们推动那些本来不应该借钱买房的人借钱买房。"（你一听就知道，那些政客的说法也是周期性的。）

换句话说，这些为全球金融危机打下基础的事件，几乎都和资金有关。大家纷纷追逐赚钱的机会，带来一波周期强劲上行。资金可得性反映的是经济现实，约束限制资金可得性的也是经济现实，而经济现实却往往受到忽视。通常，小心谨慎和风险规避会压制市场参与者提供资金的意愿，现在基本上都消失不见了。因此，资本周期上行到了非理性的极端，其后果基本上是可以预见的周期上行达到极端，即涨到最高点时，往往不可能一直待在那里直到永远。有时候，市场修正是由于自身重量太大而让自身回落的，有时候则是市场周期外部发生的事件所引起的。2007年到2008年这场全球金融危机，更多的是属于前一种情况。就像为全球金融危机打下主要基础的金融事件一样，市场的崩溃瓦解本质上也完全属于金融事件，尽管崩溃的第一步来自"真实世界"。

- 最有影响的事件是，2006年，使用次级抵押贷款买房的借款人开始大量违约。有些借款人在最初拿到贷款时，根本不用证明他们有还款能力，后来的事实证明他们根本没有还款能力。有些贷款是通过欺诈拿到手的，申请贷款时编造的借款人后来都消失了。其他有些贷款是零首付，整个房屋购买总价全部用贷款支付，其实就是允许房屋购买人去赌房子会继续升值，却不用拿自己的一分钱去冒险，一旦房价停

止上涨，房屋的买主马上就放弃还贷，银行只能收回贬值的房屋产权，承受重大损失。

• 不管原因是什么，次级抵押贷款支持证券能够获得高杠杆和高信用评级，靠的都是分析历史长期数据所推出的结论——不会发生全国性的抵押贷款违约潮。后来的结果表明这个结论根本靠不住。事实证明，这些住房抵押贷款决策做得一点儿也不理智，太过于依赖历史数据了。重要的是，发放贷款机构和投资人都忽略了这种违约概率，由此导致贷款行为变得非常随意，以至这种滥发房贷的行为本身和历史根本不相关。

• 大量的抵押贷款违约，导致抵押贷款支持证券的信用评级下调，借款人因违反合同限制条款，无法按时还本付息而违约。

• 抵押贷款支持证券的评级下调，借款人违反合同条款，不能按时还本付息，导致市场价格暴跌，从而引发投资人丧失信心。这又进一步导致这些金融工具的市场流动性干涸。

• 那些买家让市场暴跌吓得心惊胆寒，躲在一边，不敢出手了。那些持有人也让市场暴跌吓坏了，更加急切地想要卖出离场，或者由于需要追加保证金只能被迫平仓卖出，结果抵押贷款证券的价格螺旋式向下暴跌。

• 新的法律法规已经推出了，目的是增加透明度，要求银行的资产必须“按照市值计价”。这些负面的发展变化，正好迎头撞上这些新规。可是市场价格像自由落体一样快速下跌，流动性根本不存在，无论用什么样的市场价格来与这些证券计价对账，投资人都没有信心。银行若把资产按照市价计价而调低其资产的账面价值，以达到合适的稳健保守水平，那么财报就会出现巨大的资产损失。投资人看到这样的财务报告，自然会极度震惊，进而导致价格进一步下跌。就这样一环接一环，一个坏事导致另一个坏事，情况越来越糟。

• 在很多情形下，银行的生存都成了问题。很多银行不得不被其他银行并购（这需要在政府的支持下才行），或者接受政府救援。

• 当一家银行因无法正常兑付而让其他银行并购时（1美元的账面资产只能卖到几美分），每发生一次这样的事情都会进一步削弱投资人的信心。此外，这些银行之间盘根错节的关系，引发了市场严重的担忧情绪：幸存的银行存到其他银行的同业存款还靠得住吗？到期能拿回来吗？“合约对手风险”成了让市场担心的最新问题之源。

• 银行财务报告出现巨大亏损。信贷违约掉期的价格上升——它是被用来对赌银行信用程度的——意味着，银行无力偿付债务的破产概率增大了。投资人马上做出反应，猛抛银行股，并向下打压银行股价格。卖空机构不断地卖空，进一步加大了银行股下行压力，让投资人的悲观预期自行实现，预期越悲观，银行越会卖出，卖出得越多，跌得越多，而跌得越多，导致预期更加悲观，从而进一步加剧了这种恶性循环。

• 最终，雷曼兄弟四处求救，可是其他银行拒绝收购，政府也拒绝出手救援，结果它只能宣告破产。雷曼兄弟的倒下，再加上其他很多令人不安的事件同时发生，从而导致一片恐慌。

• 2007年年中，市场对抵押贷款问题做出负面反应，但是忽视了传染到其他领域的潜在可能性，没有想到问题的涉及面会这么大、这么严重，到2008年年末，每个投资人对每种资产都没有信心了。除了国库券和黄金之外，所有资产的价格都崩盘了。

• 投资人用借来的资本做投资，“加杠杆”或者“保证金交易”[1]，看到自己账户里的资产市值直线下跌，银行要求他们追加投入资金以降低杠杆。投资人找不到钱，向银行申请宽限一段时间，银行也很缺钱，一般都不会答应。结果，银行在低位强行平仓大量卖出，进一步加大了价格下行的压力。

• 资本市场在这种情形下，“砰”的一声猛然关上大门。这意味着，任何人想要拿到新的融资几乎不可能了，金融市场的所有板块都拿不到融资，即使那些和房屋与抵押贷款毫不相关的板块也是如此。

• 以上所列的这些情况综合在一起，导致所有的经济单位都收缩了，拒绝买入，拒绝投资，拒绝扩张。整个经济大收缩，被人们称为“超级大萧条”。

在2008年结束前的15个星期里，信贷周期走到了极端，下行之势看起来势不可当。极少有人能想象会有什么力量能够阻止信贷周期继续下行，正如上一章所描述的那样；也极少有人能够明白，那些假设的世界末日怎么可能成真。大家都觉得，全球金融体系要彻底大崩溃，真的，它很可能发生。

关键是潜在资本提供者愿意提供资本的意愿，任何一天都会发生剧烈的变化，从而对经济和市场造成巨大影响。毫无疑问，最近的信贷危

机实在是糟糕透了，因为整个信贷市场都冻结了，你到哪里也融不到资，只能去找政府。（投资备忘录《打开与关闭》）

我真的相信，整个金融体系完全崩溃，后果就像美国20世纪30年代大萧条一样悲惨，这件事本来是会发生的。时任美国财政部部长提莫西·盖斯纳所写的回忆录《压力测试》，就证实了这一点。不过，幸运的是，美国政府采取了有力措施。这些措施包括：为商业票据提供担保，也为货币市场基金提供担保。美国政府为银行提供了紧急财政援助，但不是所有银行都有。雷曼兄弟破产表明，政府对不同银行区别对待，有些银行值得政府救助，有些银行不值得政府救助。恐慌的市场参与者相信，雷曼兄弟倒掉之后，接下来倒掉的银行会是摩根士丹利，再接下来倒掉的银行会是高盛，一个接一个地，直到全部银行都倒掉。这种螺旋式下跌趋势最终得到遏制，日本的三井住友银行集团获批，并投资90亿美元收购摩根士丹利20%的股份。

重要的是信贷市场的事件最终表明，周期不会沿着一个方向永远走下去，即使是遇到巨大灾难性事件，也不会一跌到永远。债券价格一度像自由落体一样连续暴跌，从2008年9月15日雷曼兄弟破产那天开始一直跌到2008年年底，连续下跌15个星期。可是，2008年过去之后，一波坚实市场复苏的主要条件已经具备了：

• 杠杆过大的基金，收到追加保证金的要求后，要么向投资人要求追加投入购买更多基金份额或者卖掉一部分资产，这样去杠杆之后，就能达到贷款机构的要求继续维持下去，要么是基金倒掉清盘了。能活下去的都活下去了，活不下去的都倒掉了。

• 基金经理和投资经理在收到客户想要在年底赎回基金的通知之后，要么设置“门槛”来延缓客户赎回，要么卖掉一些资产，拿到足够多的现金，满足客户赎回的要求。

• 固定收益证券的价格跌到底了，意味着预期收益率非常高，投资人卖出就太不合算了，买入开始变得很有吸引力。

• 最终，市场参与者表示，现在市场上普遍都是负面心理，反正事情已经坏成这样，“再坏也坏不到哪里去了”，他们也不想再恐慌性地卖出了——所有的乐观主义都吓跑了，到处都是恐慌性的风险规避。此时价格可能跌到底了。于是，价格开始停止下跌，人们开始感觉不那么紧张害怕了，一波市场复苏的潜力开始积聚起来。

2009年的第一个季度，债券市场报价继续下跌，镇静、信心以及买入力量的“根基”，还有待完全恢复。但是在这一年开始时，因为以上所列的因素，投资人大量买入的能力已经枯竭了。进入第二季度，投资人买入的兴趣开始逐步显现出来，也许因为不良债权的买家开始意识到，他们收缩得实在太过头了，一想到自己要去“抓住跌落的小刀”就胆战心惊，而现在能卖出的都卖掉了，没有人再卖出了，由此造成卖单稀缺，价格跌不动了，不用再害怕抓住跌落的小刀了。这就促成市场一波强有力的回升。

全球金融危机表明，信贷周期正处于大萧条以来的底部。债务市场一直以来以普遍的保守主义为标志，意味着过度上行受到限制，所以大多数泡沫都发生在股票市场。当然，美国股市早在1929年就发生过大崩盘。

但是，高收益债市场在20世纪70年代后期被创立后，开启了债务投资自由化运动，此后30年普遍有利的经济环境，提供给那些敢于冒险的人整体而言收益颇丰的体验。这两个因素综合起来，形成一股强劲的趋势，投资人逐步接受低评级和非传统的债务工具。

其间有几次，债务市场表现得非常疲软——1990年到1991年（这和20世纪80年代涉及高杠杆并购的很多企业宣布破产有关），以及2002年（电信企业过多借款进行过分建设导致其债务信用评级大幅下调，又正好赶上几家著名的企业爆出财务丑闻）。但是这几次的债务市场疲软所造成的影响有限，其原因都是一些孤立的事件，但是2007—2008年就不是这么回事了，金融市场见证了第一次债务所引发的广泛传播的大恐慌，且波及整个全球经济体系，因此可以说，全球金融危机提供了一个终极案例，告诉我们信贷周期的影响力究竟会有多么巨大。

～～～

正如我在《打开与关闭》那份投资备忘录中所描述的，资本市场的运作其实很简单，资本市场传递的信息人们也很容易领会。一个紧张不安、小心谨慎的信贷市场，其产生的原因、导致的后果、暗示的真相，就是下面所列的这些事情：

- 害怕亏钱；
- 提高风险规避和怀疑主义；
- 不愿意把钱贷出去，也不愿意把钱投资出去，不管机会有多么好；
- 到处都缺资本；

- 经济收缩和债务再融资困难；
- 违约，破产，重组；
- 资产价格低，潜在收益高，风险低，风险溢价过高。

以上这些因素综合在一起，向我们指明这是一个投资的绝好时机。不过，因为恐惧和风险规避在创造绝好投资机会中扮演着重要角色，所以当恐惧和风险规避正在发威的时候，大多数人会远离投资。当资本市场周期即信贷周期向下走的时候，负面影响很大，市场都是不利的消息。这让大多数人都很难出手投资，而恰恰在这个时候，投资的潜在收益率相当丰厚。

相反，一个慷慨的资本市场往往伴随着以下现象：

- 害怕错过赚钱的机会；
- 减少风险规避和怀疑主义（也相应减少尽职调查）；
- 数量过多的钱追逐数量过少的交易；
- 愿意加大购买证券的数量；
- 质量低的证券也愿意购买；
- 资产价格高，潜在收益低，风险高，风险溢价微薄。

一看这份清单所列的因素，你就会明白，资本市场的过度慷慨起源于缺乏审慎，因此这时应该给投资人一个最明显的红色警告。资本市场窗口大开会出现在这个时候：市场都是好消息，资产价格上涨，乐观主义高涨，看起来一切皆有可能。但是，这种情况总会带来一大批不靠谱又定价过高的证券发行上市，导致企业债务水平过高而最终毁灭企业。

关于新发行证券的质量，在一个窗口大开的资本市场，我们应该特别注意。风险规避降低和怀疑主义减少，更多地关注赚钱机会而不是避免损失，不仅让投资人对证券发行数量过大持开放态度，而且会造成尽管最近发行的证券质量降低，投资人也愿意购买的现象。

信贷周期处在扩张阶段的时候，新发行证券的统计数据清楚地表明，投资人买进新发行证券的数量更多了。但是接受更低质量的证券这件

事，还是更加敏感一些。尽管有信用评级和协议条款可供查阅，我们还需要下功夫进行推理，才能明白这些事情的重要性。由于资金可以很容易地获得，大量资金流向证券市场，为市场的狂热火上浇油。认识并抵抗这股浪潮，明显超过了大多数市场参与者的能力。这个原因再加上其他众多原因就能够说明，为什么一个过度慷慨的资本市场会产生非常严重的后果，其中包括投资亏损、经济收缩、贷款机构不愿意发放贷款。

以上所述的关键是：过度慷慨的资本市场经常伴随资产价格上涨以及此后的资产价格下跌，并引发投资亏损，而信贷紧缺会产生跌到地板价的便宜货和伟大的投资机会。（《打开和关闭》）



本书最终的目的不是在周期发生之后帮你搞清楚前因后果，就像我们前面花了这么长的篇幅分析全球金融危机一样。相反，本书最终的目的是，让你能够感觉到我们现在正处于各种周期的位置，并以此为基础分析应采取的行动。

和信贷周期打交道，关键在于识别信贷周期到达顶点时候的情况：事情都进展良好，有一段时间了，传来的都是好消息，风险规避低，投资人都渴望投资。这让借款人筹集资金很容易，从而导致贷款机构、债券投资人争抢提供这些资金的机会。其结果就是：融资变得便宜，信贷标准降低，做融资交易没有好处，不理智地进行信贷扩张。牌在借款人手里，不在贷款人手里，也不在投资人手里，因为这个时候信贷窗口大开。此时，市场所传达的含义应该很明显了：务必谨慎前行。

完全相反的一面真的出现了，因为这时周期走到了另外一个极端。信贷周期下行到最低点，在这个时候，事情的发展变化令人不高兴，风险规避提升，投资人心情沮丧。在这种环境下，没有人愿意提供资本，信贷市场冻结了，计划好的证券发行无人问津。这把牌又回到了资本提供者的手里，而不是在借款人手里了。

因为这时借钱很难，借款人通常拿不到资本，那些手上有资本又愿意把资本拿出来的人，就能运用严格的审核标准，坚持坚实的贷款结构安排和保护条款，并要求高预期收益率。正因如此，投资人获得了安全边际，而安全边际是卓越投资所必需的。当上述这些情况出现时，投资人应该转变为积极进攻的投资模式。

卓越的投资并不是来自买的资产质量好，而是来自买的资产性价比高——

资产质量不错且价格低，潜在收益率相当高却风险有限。满足这些条件的最佳买入机会，多数是在信贷市场处于其周期中不是那么兴奋地扩张，更多的是恐惧地收缩的阶段。信贷周期猛地关上大门的阶段，最有助于形成到处都是便宜货的情形，比其他任何因素的作用都要大。

---

[1] 保证金交易，中国香港叫孖展，内地俗称配资。——译者注

# 10
# 不良债权周期

> 企业如果经营状况不佳，并继续这样下去，就会还不上借来的钱。很少有贷款人和债券买家会轻率地把钱借给这样的不良企业。就像我前面所说的，在清醒的时候，贷款机构和债券购买人坚持要有足够大的安全边际，以确保借款人即使情况恶化，也能还本付息。
>
> 但是随着信贷市场火热起来，也就是逐底竞争开始，这时贷款机构渴望赶快把款贷出去好多赚钱，就会为不太值得投资的借款人提供贷款融资，接受不够稳健的债务结构，从而导致新发行的债券缺乏足够的安全边际，情况稍微变坏，借款人就很难按期还本付息。这个过程，我们前面说过，就像是“在火炉面前堆木头”，接下来一场大火就要来了。

我非常荣幸，30多年前能和布鲁斯·卡什搭档。1988年，我们俩一起创立了花旗银行第一只不良债权基金，我相信这也是主流投资机构推出的第一只不良债权基金。这让我们进入了一个高度专业化的投资利基市场。

我们的不良债权投资基金所投资的企业，不是那些做得很好的企业，也不是那些有光明前景的高成长企业，我们一般投资的都是那些烂企业，它们做得实在太糟糕了，以致连发行在外的债务都无法按期还本付息，因而构成了债务违约；或者投资的是我们认为有很大可能会债务违约的企业，这些企业要么正在走破产程序，要么正在走向破产。这里我要说清楚，我们投资的企业，一般来说并不是在业务运作上遇到了困难，只是因债务负担过重在财务上遇到了困难。因此我们的投资魔咒是“好企业烂财务”。

一般来说，投资人购买固定收益证券或者贷款，是因为他们预期会定期收到利息，债务到期时能收回本金。可是对于不良债权，市场达成了共识，这家公司不会按约定付息和到期还本。那么，如果预期不会按期还本付息，投资人购买不良债权的动机何在？

答案是如果企业不按期还本付息，那么债务持有人有权向法院提出“破产申请”以清偿债务。简单地说，一家企业进入破产司法程序，法院就会剥夺企业股东的所有权，原来的债权持有人成为新公司的所有人，一下子从债主变成企业主了。每个债权人都能分到一份企业的破产清算资产价值，

具体数额取决于其持有的债权数量和优先级，有时候得到的资产是“三合一”：现金、存续企业的新债务、存续企业的股权。

不良债权投资人试图搞清楚以下三点：这家破产企业值多少钱（或者说这家企业脱离破产的时候能值多少钱）；这家企业的价值会在公司债权人或者其他索赔人之间如何进行分配；这个破产清算过程要持续多久。如果这三个核心问题有了正确的答案，投资人就能算出来，以某价格购买这家破产企业的一部分债权，能够得到的年化收益率是多少。

我们早在1988年就开始搞不良债权投资了，当时有极大的优势，因为只有几个竞争对手，这个领域几乎不为外人所知——这两个条件有助于你在任何领域获得丰厚的回报。我们的基金从1998年到2016年一直能够获得远远高于平均收益率的业绩。但是，和其他很多事情一样，平均值的作用有限。我们在欠佳的时机创设的基金业绩虽然表现良好，但是我们在合适的时机成立的基金业绩才是最好的。

换句话说，在不良债权投资上获得顶尖业绩的机会来了又走了。既然本书的主题是周期，我在这里也要分析一下，是什么因素导致不良债权投资机会起伏不定。你肯定不会感到意外，答案就藏在不良债权周期的波动之中。那么，又是什么因素导致了不良债权周期的波动？

~~~

在不良债权上投资获利的机会是高度周期性的，取决于其他周期的发展变化。因此，不良债权周期可以被作为例子来说明周期是如何运行的。

刚开始的时候，也就是在1988年、1989年、1990年年初，受益于不良债权投资经常受到忽视，我们的不良债权基金业绩相当好。但是到1990年下半年，低于投资级的债务市场崩盘了。我和布鲁斯·卡什合作管理不良债权基金投资，一起经历过三次大危机，这是我们第一次遇上大危机。这场大危机创造出很低的购买价格，让我们的基金业绩在1990年能够超过市场平均水平。此外，这场危机对我们很有教育意义，让我们第一次隐约地感受到不良债权市场上最佳投资机会的形成，基本上是一个什么样的过程。

创造不良债权投资机会有两个因素必不可少。第一个因素是“不理智的信贷扩张”。我们在上一章讨论过信贷周期，相信你应该已经明白我想说的是什么了，你应该也知道信贷周期是如何发展变化的。我以高收益为例解释一下：

- 一开始，具有适当风险规避态度的投资人，应用严格的信贷标准对
~~~

待新发行的高收益债。

- 健康良好的经济环境有助于债券顺利发行，也让那些发债企业很容易为现有的债务按期还本付息（这意味着违约现象极少发生）。

- 因此，高收益债既能支持慷慨的利息，又极少出现违约伤害投资人，所以高收益债为投资人实现了十分稳健的投资收益。

- 这些实现的投资收益让投资人相信，高收益债投资是安全的，吸引了更多资本进入高收益债市场。

- 进入高收益债市场投资的资本增多，转化为对高收益债的需求增长。因为华尔街从来不会允许市场的需求得不到满足，这不是放着钱不赚吗？结果证券公司大量增加高收益债券的发行量。

- 强劲的市场需求，导致高收益债券发行数量增多，同样也允许那些资信不足的债券被发行出来。

企业如果经营状况不佳，继续这样保持下去，就会还不上借来的钱。很少有贷款人和债券买家会轻率地把钱借给这样的不良企业。就像我前面所说的，在清醒的时候，贷款机构和债券购买人坚持要有足够大的安全边际，以确保借款人即使情况恶化，也能还本付息。

但是随着信贷市场火热起来，也就是逐底竞争开始，贷款机构渴望赶快把款贷出去好多赚钱，就会为不太值得投资的借款人提供贷款融资，接受更加虚弱的债务结构，从而导致新发行出来的债券缺乏足够的安全边际，情况稍微变坏，借款人就很难按期还本付息。这个过程，我们前面说过，就像是“在火炉面前堆木头”，接下来一场大火就要来了。

但是这只是整个过程的上半场。即使木柴已经堆好了，要点燃一场大火，这也还不够，还得有另一个材料才行：点火器，即第二个因素。点火器通常来自一场衰退，衰退导致企业盈利下滑。而经济衰退和企业盈利下滑通常伴随着信贷短缺的出现，信贷窗口“砰”地猛然关闭，导致企业现有债务到期不能得到再融资，结果陷入违约。经常会有不利的外部事件发生，削弱投资人和贷款人的信心，破坏经济发展和金融市场上涨，从而进一步加剧这种信贷短缺。这简直是雪上加霜。1990年发生的不利外部事件包括：

- 海湾战争，由伊拉克入侵科威特引发；

- 很多20世纪80年代有名的高杠杆并购企业破产；

- 高收益债后面最主要的投资银行家迈克尔·米尔肯入狱，其雇主德雷克斯–伯恩海姆公司，与高收益债联系最紧密的投资银行倒闭了。随着超级投资明星迈克尔·米尔肯和德雷克斯–伯恩海姆公司退出了舞台，做补救性的交易，帮助财务实力受到削弱的公司避免其高收益债违约，就很难实现了。

点火器一到，那一大堆木柴就会开始燃起熊熊大火，那些本来不应该发行的债券，甚至是本来可以发行完的债券，就开始发行不出去了。

- 经济放缓，导致企业更难做到按期还本付息；
- 由于信贷市场关闭，再融资无法完成，导致违约的债券增多；
- 违约债券数量增多，打击投资人心理；
- 原来事情进展都顺利的时候，投资人是风险容忍的，现在这些投资人一看情况变得不好，风险态度也变成风险规避了；
- 提供资本给财务状况令人沮丧的公司，就在不久之前看起来还是一个好主意，现在却不受青睐了；
- 潜在的债务买家退缩回去了，不敢出手买入，拒绝“抓住跌落的小刀”，他们说等等再看，等到不确定性解决之后再买；
- 那些四处流动的资本，纷纷逃离市场，买家变得稀少，市场上都是卖家；
- 债券卖出得越来越多，债券价格像瀑布一样直线下跌，基金收到客户赎回申请而被迫卖出持仓证券以应对赎回，最终这些债券纷纷不计价格地被抛售。

正是以上这些情况提升了投资人以低廉价格购买不良债权的能力，也增加了投资人获得更高投资收益的机会。

当然，周期并不是只往一个方向走。最终，经济开始复苏，信贷市场窗口重新打开。这两个方面的变化，导致高收益率的违约率降低。经济情况改善，违约率下降，让卖出放缓。因此，高收益债价格向下的压力得到缓解，一些买单开始出现。高收益债价格上升，不再继续下跌，资产负债表重组让公司能继续存活下去，搬走那些绊脚石，重新释放价值。在底部购

买债券的人赚钱了，大家都注意到了，赚钱效应吸引更多的资本入市。投资业绩更好，进入市场的资本更多，综合引发债券需求增长。到这里，我们就走过了一个完整的周期：我们从起点又重新回到了起点。

不久前，我综合概括了债券发行的周期运行过程，这个周期是在不良债权周期的起伏之下运行的。我总结如下：

- 风险规避型投资人限制了债券发行的数量，要求发行高质量的债券；
- 高质量的债券发行，导致低违约率；
- 低违约率，导致投资人变得自满和风险容忍；
- 风险容忍，让投资人愿意接受更多数量的债券发行和更低质量的债券发行；
- 更低质量的债券发行，最终受到经济困难的考验，导致其违约率上升；
- 违约率上升，产生令人害怕的赔钱效应，让投资人重新回到风险规避；
- 又从头开始新一轮周期。

这就是我亲眼看到的一波又一波重复循环的周期运动。29年的不良债权投资经验告诉我，周期的主旋律绝对像诗歌韵律一样不断重复。前面对周期的描述，给了我一个非常好的机会来表达我的这个观点：周期里每个前面的事件都会引发后面的事件。事实上，我特意设计了上面所述的周期过程以达到这个目的。看看我们前面描述的周期过程，你会发现，每一行的最后一个词语都和下一行的第一个词语一模一样。周期确实是一环接一环地连锁反应，我认为未来周期还会继续如此。

～～～

你会看到，不良债权市场投资机会的起伏，都来源于其他周期的相互作用。这些周期包括经济周期、投资人心理周期、风险态度周期、信贷周期。

- 经济周期，影响投资人心理、企业盈利能力、违约发生率。
- 投资人心理周期，推动信贷市场情况起伏波动，推动投资人贷款、买进和卖出的意愿起伏波动。
- 投资人对待风险态度的周期，在周期顶部时，会有利于不良债券顺利发行，在周期底部时，会拒绝为企业到期债务再融资提供资本。
- 信贷周期有两个深远影响：一是影响企业债务到期获得再融资的难易程度；二是影响未来债券发行人受到严格信用标准审核的程度。

我希望我讲清楚了，很多种位于底层的周期都会影响不良债权市场，因此不良债权市场远远不是与其他周期分离的，也不是与其他周期隔绝的。正如我前面所说过的，这些周期自身都会起伏；每个周期都会引发其他周期起伏；每个周期都受到其他周期起伏的影响。但是它们综合在一起所产生的结果是，一个上升和下降幅度巨大的不良债权周期，其波动幅度远远超过位于其底层的其他周期。为什么会这样？这有待进一步解释。

# 11
# 房地产周期

总体概括和影响广泛的说法会影响大部分投资，而这些说法通常过于强调有利的一面，因为人性容易贪婪和一厢情愿地只想好事。由于某些原因，在买房子这件事上，那些广泛流行的说法的影响特别突出。在我多年的投资职业生涯里，我听过很多把投资买房这件事合理化的说法，它们简单易懂，容易被接受，比如“这块儿地再也不能盖新房子了”（和土地有限联系，讲稀缺性），“你可以一直住在这套房子里”（和房子联系，讲感情），“买房能对冲通货膨胀”（和所有类型的资产联系，讲财富管理）。那么人们最终学到的是，这些说法不管说得多么正确，都无法保证你的投资不赔钱，因为你投资买入的成本价格如果太高，就什么理由都不管用了。

房地产周期，在很多方面都和其他周期相同，比如那些控制资本和信贷供应的周期。

- 有利事件发生，企业盈利能力提高，导致人们更热情和更乐观。
- 心理改善鼓励人们更加积极地行动，其中包括：某事做得更多；做这件事基于更加美好的假设；支付更高的价格去做这件事；而且/或者降低要做这件事必须满足的标准。所有这些事情往往会导致投资人承担更大的风险。
- 乐观的心理，更加积极的行动，综合导致资产价格上涨。这又会进一步鼓励更加积极的行动，更高的价格上涨，更大的风险承受。
- 不可避免的是，这种良性循环呈现出不可阻挡的态势，而这种不可阻挡的态势又导致资产价格上涨过高，行动积极性过高，高到投资人根本无法长期持续保持。

但是当消息最终变得不太乐观，环境变得不大适宜，心理、行为、风险承受的水平被证明过度了的时候，资产价格也往往上涨得过高了，由此引发市场价格一波向下的修正，市场回调会导致人们心理变得不乐观，不乐观会导致去投资化，而投资人不再投资或减少投资会加大价格下行的压力，

从而开始恶性循环，价格越跌越低。

这些都是大多数金融周期共同具有的组成要素，房地产周期也包括这些成分。但是房地产周期还包括一个要素，其他周期都不具备，这个特殊的要素就是房地产开发周期很长。

例如，在信贷市场上，好消息和乐观心理很快会引发贷款增长，投资银行家只要把潜在的借款人排好队，印好募集说明书，马上就可以发行债券，借款人买了债券就是把钱借出去了。这样一来，借款人增长的热情，几乎马上转化为现实：对证券的需求增长，要求的收益率降低，贷款标准降低，贷款和证券发行规模增长。

但是，金融市场交易的金融产品是虚拟的，而房地产市场交易的房产是有形的实物，我们称之为“砖头和水泥”构成的世界。从产品订购到产品交付，中间会有相当长时间的延迟。因为一座新的大楼推向市场，若要增加供给面积（如果需求没有同步增长，增加供给面积就会加大房价下行的压力），那么在此之前有很多工作必须完成：必须对项目进行经济可行性研究；必须找到一个合适的地段并买下来；必须做好建筑设计；必须进行环境保护影响评估；必须从政府管理部门得到建造许可，有时还必须进行成片开发改造；必须拿到融资，完成项目建设。整个建设过程会持续很多年，要是大型项目，交付时间甚至可能超过十年，但是房地产市场的情况变化得很快，在漫长的建筑时间里，可能发生很大变化。

我在2013年1月写的投资备忘录《老生常谈》中，描述了房地产开发周期，这里正好引用一些内容作为说明。正如我在此文中所说的：“房地产开发周期，通常清楚、简单、有规律地重复发生。”

- 经济糟糕的时候，房地产建设的活跃程度会降到很低，房地产建设项目融资受到抑制。

- 过一段时间，经济不是那么糟糕了，后来甚至变好了。

- 经济增长更好了，导致对房屋建筑的需求上升。

- 经济疲软的时候，只有少数建筑开工建造，现在才开始投入使用，房屋需求面积的额外增长，导致供给有些吃紧，因此房屋租金和销售价格开始上升。

- 租金和房价上升，持有房地产的产权就能享受资产升值，财富随之增加，唤醒了开发商建设新项目的热情。

- 经济发展更好，房地产资产升值，让资本提供者更加乐观，资本提供者的心态变好了，让房地产开发商更容易拿到融资。

- 融资更便宜，也更容易，自然提高了潜在项目的预期收益率，也增加了这些项目的吸引力，因此增加了开发商愿意追逐这些项目的愿望。

- 更高的预期收益，更乐观的开发商，更加慷慨大方的资本提供者，三个因素结合在一起，造成建造项目开工率大幅攀升。

- 首批完成的项目，遇到压抑已久的强劲需求，全部租出，或者很快销售一空，让开发商大赚一笔。

- 良好的收益，加上每天更加积极有利的报纸头版头条的宣传，导致更多的项目开始计划、融资、获批。

- 打桩机随处可见（已经向工厂订购更多的打桩机，但是这属于另外一个不同的周期）。

- 大楼建设开工之后，还需要几年时间才能完工，其间，第一个完工上市的项目，就吃掉了此前没有被满足的需求。

- 从开始计划到建成开业，经常需要很长时间，足以让经济从繁荣走向萧条。在经济增长得很好的时候开工的项目，经常会在开盘的时候遇上经济情况变得糟糕。这意味着这些增加的房屋面积只是增加了更多的空置面积，加大了租金下行和销售价格下行的压力。得不到使用的闲置面积在市场上游荡，就像幽灵一样。

- 经济糟糕的时候，房地产建设的活跃程度很低，房地产开发融资受到压制。

请注意，就像我们讨论过的其他很多周期一样，前一步引起下一步。特别是在周期处于底部时的那一步，其实就是开启新一轮周期循环的关键一步。这是一个很好的例子，它表明周期是如何自我延续直到永远的。

在贷款的整个过程中，其内在的时间滞后很短。贷款人有了贷款的意愿，考虑是否发放贷款时，肯定会考虑当时的经济情况和企业情况，等到发放贷款提供融资时，经济情况和企业情况也不会有太大的变化。但是如果在相当短的时间里，经济情况和企业情况确实变化相当大，那么贷款人也能收回贷款承诺，不再提供贷款，因为合同里就有“重大不利变化”这项条款。一般来说，贷款相对而言风险很小。

但是房地产开发就不一样了，从萌生项目的想法到项目完成交付房子，其间要经过很多年，可是多年以后，经济情况会发生很大变化，就像前面我们所说的那样。这给房地产开发增加了一个潜在的危险因素。开发商希望能够对冲这个风险，办法就是他们能够以很高杠杆大规模外部融资来开发项目。（这样他们自己投入项目的资金相对占比很小，相对来说所承担的风险也会变小，相当于用很大的杠杆让开发商的投资收益率放大很多倍。）

1980年我搬到洛杉矶住的时候，沿着韦斯特伍德区的“威尔士走廊”，一个个钢铁骨架耸立起来，这些高楼原来设计的是豪华的公寓大楼，结果后来都成了烂尾楼。开发商启动这些项目，是在20世纪70年代经济繁荣的时候，后来经济陷入困境，资金断了，项目也就停了。开发商在启动这些项目时，经济情况良好，后来经济突然掉头向下，本来有的市场需求，让那些动作更快、完工更快、推出楼盘更快的开发商吸干了。

这些烂尾楼都是生锈的钢铁骨架，烂在那里很多年，一直都没有完工。开发商计划这个项目的总投资是1亿美元，当初也梦想着能够赚大钱，结果自己投资的500万美元或者1 000万美元的权益资本全赔进去了（剩下那9 000多万美元是银行提供的建设贷款，大部分也都赔进去了）。这表明房地产周期下行的后果非常严重，开发时间长会产生很大影响。

但是投资人购买这些烂尾楼经常是从收回这些楼盘的贷款机构手里买下的，然后再把整个楼盘建成。他们通常会从以下几个方面受益：

- 买价低：收购这个烂尾楼项目的价格，会大大低于原来开发商投入的成本。这些成本主要包括土地、设计、许可、建造结构框架。

- 建设完工成本低：因为现在经济不是那么繁荣了，劳动力价格和原材料价格都降低了。

- 建造期缩短：因为是中途介入的，这时楼盘的结构框架已经建好了，到大楼项目完工用的时间就更短了。

- 开盘更有可能赶上好时候：这个楼盘在经济好的年份得到批准建造，后来建造期间遇到经济糟糕的年份。经济周期就是这样，好几年坏几年。同样的道理，既然现在买这个烂尾楼是在经济糟糕的时候，等到它建成完工推向市场，可能正好赶上经济转好的时候。

房地产开发项目从设想到完成，整个交付时间很长，因此造成了这种可能性，我的团队也参与这种接手烂尾楼的项目。这说明房地产周期对潜在盈

利有很大影响。在经济繁荣时期启动房地产项目，选择这个时机，本身就有风险。而在经济低迷的时候，买下这种烂尾楼项目，可能非常赚钱。做生意就是这样的，完全取决于你做什么项目和什么时候做项目。正如那些打高尔夫球的人所说的："每一杆打下去，总会有人高兴，不是你高兴，就是你的对手高兴。"



在房地产领域里，你还可以看到周期的另外一个共同特点，尽管这一点对很多其他领域的周期也有很大影响，但是在房地产领域特别明显。这个特点就是，人们在做决策的时候，经常没有考虑别人正在做什么。这里有一个例子：

经济繁荣，家家财源滚滚，人人都很乐观，这时房屋需求往往会上升，而需求上升又会推升房地产市场价格，房价上升又让买房人更容易从银行拿到抵押贷款融资。通常这会导致市场上形成房屋供给短缺，房屋需求增长相对而言高于供给增长。尽管房屋需求说变就变，但是房屋供给调整起来非常缓慢，一个楼盘从计划到建成需要几年甚至十几年。高房价拉动，加上贷款机构急于给开发商项目贷款融资，市场鼓励开发商建造更多新楼盘以满足需求增长。

一家房地产开发商的老板也许分析后得出结论，现在他住的这个小镇，还有100套房子的需求缺口未能满足。抱着非常谨慎的态度，也由于他的公司开发能力有限，融资能力有限，这个老板决定只建造20套新房子。到现在为止，一切看起来还都挺好的。

但是如果10家房产开发商的老板都做出了同样的决策，那么情况会怎么样？在这种情况下，会有一共200套房子开工建造。第一，开工建造的房子大大超出了需求。第二，等到过几年这些房子建成完工推向市场的时候，经济也许变糟糕了，买房的人那时的感觉和经济繁荣时可能不一样了，因此对房屋的需求会大幅降低。在这种情况下，新推出200套房子意味着要么房子卖不出去，要么房子低价出售，其售价远远低于当时开发商制定项目决策时的预期价格。

现在的情况和当初开发这个项目时完全相反。经济增长缓慢，融资枯竭，导致想要买房的人很难得到房屋抵押贷款。卖不掉的房子形成大量存货积压。很明显，开发商能做的最聪明的事就是停工。于是所有开发商都同时停工了……这意味着下一次经济情况改善了，房屋需求增加了，又没有足够的房子供给来满足需求了。就这样，又开始了新一波房地产开发周期循环。

这个简单的例子，直截了当地描述了房地产周期运行过程中的一个方面。这并不是理论假设，这就是现实。在橡树资本2012年的年会上，我的合作伙伴拉杰·绍里耶展示了一幅图——可以说它是我见过最有说服力的一张图（见图11-1）：

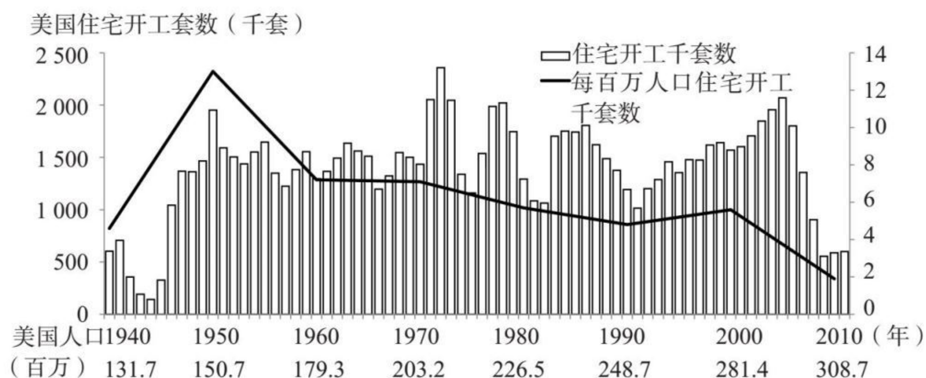



图**11–1** 美国住宅开工套数与人口数量对比图

图11–1展示的是美国每年住宅开工套数的历史数据，从1940年一直到2010年长达70年的数据。这幅图之所以令我印象很深，是因为我从图上看到，2010年美国住宅开工套数水平，竟然是1945年第二次世界大战以来最低的（只相当于20世纪40年代经济还没有严重衰退时的水平），而这仅说明了一部分真实情况。这幅图还没有考虑20世纪40年代以来美国人口的增长，而人口增长是住宅需求增长的根源。

因此，尽管2010年的房屋开工套数数据和1940年的差不多，但是房屋开工套数与人口数量之比可以说是更有意义的数据，只有1940年受到高度压制时的一半。对此现象的解释是，次贷危机爆发，房地产市场崩盘，在2007年到2008年爆发了全球金融危机之后，可以说根本没有人重新开始建造住宅。从这个观察结果可以得出一个关键的推论，此后几年里的新房供给明显无法满足住宅市场复苏所形成的需求增长。

当然，那个时候"传统的智慧"认为，住宅需求绝对不会再复苏。相反，大多数人都相信：居者有其屋的美国梦破灭了，住宅需求将会一直保持这样的大衰退状态，因此那么多卖不出去的房子，只能非常缓慢地逐渐被吸收。他们引用的依据是，现在年轻人有拒绝买房的趋势，房地产市场崩盘，抵押贷款泡沫破裂，把年轻人吓坏了，他们宁愿租房子，也不愿买房

子。但是和往常一样，他们过度简单地推论，而没有置疑这种现象能持续多久。就像本书里的其他很多案例一样，对于大多数人来说，受到心理和情绪驱动，他们不能真正地理解周期、坚信周期，周期是有涨必有跌，有跌也必有涨的。

我和我们橡树资本的同事都看得很清楚，从这幅图来看，再从我们对此图背后的相关数据的理解来看，这场可以说是最近80年美国经济最大的大崩盘，导致房屋供给的增长中断，但如果房产需求出现较大增长，房产市场价格就会强劲复苏。而且，我们拒绝不经思考地接受传统的古老智慧，我们坚信事实必将证明，住房需求还和往常一样是周期性的，因此未来市场会在中期某时候出现好转。有了这个推论，又得到了其他数据和分析的支持，我们做出了决策，重仓投资了不良房屋抵押贷款和有住宅用地担保的不良银行贷款，收购了美国最大的住宅建造私有企业。这些投资后来所实现的投资收益非常好。（关于这一点，参看2017年5月12日的《华尔街日报》，上面有篇文章的标题是《租房的年轻一代现在都买房了》，里面的数据很有意思：“第一次买房人占所有买房人的比例，今年2017年为42%，高于2015年的38%，也高于最近一波房地产周期最低点2011年的31%。”那种简单地推论现在年轻人都拒绝买房的说法，在事实数据面前，不攻自破了。

这是一个典型的例子，它告诉我们，认识周期的本质，弄清楚我们正处于当前这个周期的位置，能够得出一个让自己看到赚钱机会的推论。这也是一个周期正好走到极端的案例，这时候房地产刚好从深深的谷底开始复苏，并发出一个信号——此时出手投资能赚大钱。

现在回顾这些历史数据和事实，回头再看看当时我们应该走的路，简直一清二楚。成功决策的理由，也是一清二楚的，就明摆在那里。但是当时却一片模糊。在房地产投资这个案例上，只有不动感情地冷静分析周期的历史数据，才能在当时得出正确的结论……关键时刻才能做出关键的决策。

～～～

我在谈论房地产周期这个主题的时候，还想谈一点，这是我第一次谈，但肯定不是最后一次谈。我发现人们偶尔会下结论，某金融现象不再是周期性的了。为了说清楚我的这个看法，我会分析一个最佳的案例。一切都好的时候，人们往往认为好日子会这样一直持续直到永远。事实上，从上一波市场修正之后，市场还没有涨多久，人们就完全忽视了周期有涨必有跌的漫长历史。因此，这里非常适合再次引用约翰·肯尼斯·加尔布雷斯关于人类面对历史态度的那句名言：

> 在人类积极努力不断进取的领域里，极少有像金融领域这样，历史所占的分量简直无足轻重，过去的经验，其实就是记忆的一部分，却被年轻人鄙视为那些老古董的避难所，因为那些老古董没有见识，欣赏不了现代金融世界不可思议的伟大奇迹。

总体概括和影响广泛的说法会影响大部分投资，而这些说法通常过于强调有利的一面，因为人性容易贪婪和一厢情愿地只想好事。由于某些原因，在买房这件事上，那些广泛流行的说法的影响特别突出。在我多年投资的职业生涯里，我听过很多把投资买房这件事合理化的说法，它们简单易懂，容易被接受，比如“这块儿地再也不能盖新房子了”（和土地有限联系，讲稀缺性），“你可以一直住在这套房子里”（和房子联系，讲感情），“买房能对冲通货膨胀”（和所有类型的资产联系，讲财富管理）。那么人们最终学到的是，这些说法不管说得多么正确，都无法保证你的投资不赔钱，因为你投资买入的成本价格如果太高，就什么理由都不管用了。

20世纪90年代末到21世纪初，我前面也提过，有很多经过选举当选的官员决定，作为造福社会的一步，作为提供更多途径让更多人实现美国梦的一步，他们决心要让更多人居者有其屋。结果，美国政府支持的抵押贷款机构从主管部门得到的指示是，要让老百姓买房更容易得到贷款。这些机构是政府支持的，当然听政府的话。于是，要买房的人可谓是“三喜临门”：一是政府鼓励个人买房；二是买房更容易拿到住房抵押贷款；三是贷款利率大幅度下降。三喜临门，对要买房的人形成了强烈的刺激效应。

资金流向住房抵押贷款，也得到了另外一句“老话”的极大鼓励：“做抵押贷款，肯定很安全”。这句话基于一种信心，人们坚定地相信全国性的抵押贷款违约潮不可能发生。强劲的经济增长，总体上温和的经济波动，谨慎的抵押贷款实践操作，三种因素结合在一起曾成功地阻止了全国性抵押贷款违约潮再度发生——从大萧条到现在，70年过去了，一次也没有再发生过……以至对于上一次发生这种全国性违约潮的事，大家都完全忘记了。正像加尔布雷斯所说的，人类在金融投资上的记忆极其短暂。但是这并不意味着，贷款机构在业务操作中会慢慢地变得过于慷慨，贷款审查过于松懈，以致市场一旦发生一波很厉害的衰退，就会带来一波很大的抵押贷款违约潮。

21世纪初，住房需求强劲，加上抵押贷款资金充足，再加上媒体乐观报道的不停怂恿，推动了住房价格强劲上涨。这时我们就开始听到另外一句流传很广泛的房地产投资流行语：“房价总是上涨的。”其实这也是一厢情愿的说法（请见下一部分的讨论）。

我希望，到现在为止，你已经明白了这个事实，我们讨论的资产价值再大，作用肯定也不会强大到足够一直占上风。人类的情绪不可避免地会走极端，让资产的价格，甚至物有所值的资产价格，也跟着走极端：资产价格要么太过大于价值而让人头晕目眩，要么太过低于价值而让人悲观恐惧。

简单地说，你要真心实意地相信周期必然存在，就像我一直强调的那样。这就意味着，聪明的投资人要从自己的词库里永远剔除那些其他很多人经常说的话。这些应该永远禁用的词语包括永不、决不、总是、一直、永远、不能、将会、将不会、只会。

～～～

2007年发生次贷危机，之后发生全球金融危机，就在危机发生前的几年，出现了非常多的乐观看涨、高位买入的行为。后来的事实表明，这种行为完全是轻率鲁莽的。但是，危机爆发前几年，这种高位买入的行为受到广泛支持，背后支撑这些行为的是一种信念，人们相信房价会一直持续稳定地只涨不跌，而不会周期性地涨跌起落。有些搞研究的专家提出了支持性言论和乐观预测，这既是房地产大牛市的一部分，也是房地产大牛市的助推因素：

- 2006年3月5日，《纽约时报》上刊发了一篇文章，它的题目是《非常老的旧房子》。文中引用了美国纽约联邦储备银行副总裁的话："房屋价格急剧上升与经济情况是一致的……并不是歪曲现实。"这篇文章甚至引用了其他说法："我们有时也感到奇怪，为什么房价一直没有涨得更多，你想想看，现在平均每个家庭能够得到的抵押贷款融资规模的增长幅度多么巨大。"

- 这篇文章也提道："有些看法相同的专家（来自哥伦比亚大学和宾夕法尼亚大学沃顿商学院），他们专注于研究被称为'超级明星城市'的大城市，这些城市太令人向往了，不但不会出现房价修正回调，而且房价还会保持'永远持续增长'。"相比之下，那些不太受到追捧的城市的房价，就不会这样持续保持增长了（我当然愿意用"永远持续增长"这个短语，警觉的投资人一听就会变得十分小心）。

但是这些结论靠谱吗？我们会有很多理由表示怀疑：

- 房屋价格历史数据的期限太短了；

• 某具体年份中，整个美国房屋平均出售价格的趋势，并不一定代表某套房子的价格表现，也不代表所有房子的价格表现（例如，没有根据随着时间推移平均每个房屋发生的物理变化，或者当年出售房屋相对于所有房屋发生的物理变化，来相应地调整其价格水平）；

• 同样的道理，事实上，街区和整个城市随着时间推移，受欢迎的程度也会变化，有时受到青睐，过了一段时间又变得不受青睐了，而这会影响房屋的价值，人们却没有为此对价格水平进行调整。关于某城市或者某街区房价的说法，未必适用于所有房屋的整体情况。

因此，我读到2006年《纽约时报》上的文章《非常老的旧房子》时，就觉得很有意思。文中报道了一个学术研究成果，研究者追踪阿姆斯特丹市一座独栋房屋的长期历史价格，由此解决了很多类似的学术问题。这栋房子是皮耶特·弗朗茨在1625年建造的，现在仍矗立在那里，几乎没有改变，它已经被交易转手过6次。这栋房子处于绅士运河区，那里一直都是阿姆斯特丹市最受追捧的地段。这篇文章讲的东西，并不是房屋平均价格水平是否上涨了，而是具体到一栋房子的价格的历史走势。

和前面引用的长期看好房子的乐观主义者形成鲜明对比的是，耶鲁大学罗伯特·希勒教授是这样分析皮耶特·弗朗茨那套房子和邻近的房子的：“阿姆斯特丹市绅士运河区近400年的房价历史数据，会让你非常受启发，因为你会看到，这些房子的价格上涨了近50年，然后开始反转下跌了。这样的历史要比那种超级明星城市的说法更加真实可靠。”这项研究的作者皮耶·艾希霍尔茨，在文中描述他“十分怀疑那些声称房地产价值会持续上涨直到永远的说法”。他仔细地思考过那些支持“这次不一样”说法的经济学论据，但是他说，“你会看到，人们一次又一次地做出类似的乐观评估，后来却被现实情形击得粉碎”。上帝保佑。

这篇文章还提道：

> “一个房地产神话称，房地产的价值会随着时间的推移大幅上升……”皮耶·艾希霍尔茨说，“但是，这个老房子的历史价格数据终结了这个神话。”
>
> 也就是说，从你那个越老显得越有智慧的大叔，到卖给过你一套房子的经纪人，每个人都像传播福音一样传播这句古老的投资名言：房地产是最好的长期投资。而这套老房子近400年的历史价格，称得上房地产长期指数中时间最长的指数，却表明事实完全相反，这句老话说得根本不对。从1628年到1973年，这是艾希霍尔茨最初的研究期

限，阿姆斯特丹市绅士运河区房地产的价值经过通货膨胀调整以后，平均每年的涨幅只有0.2%，即使是最吝啬的银行存款利率都比它高。正如罗伯特·希勒分析阿姆斯特丹绅士运河区房价近400年价格走势之后所说的："房地产价格确实翻了1倍，但是这花了350年。"

……罗伯特·希勒说，只是在最近这些年，房地产价格大幅上涨才成为常态，人们才开始预期房地产价格会长期持续大涨。

……如果说过去这几年的房地产价格走势（正是在过去这几年房产价格才出现了惊人的涨幅），是我们现在这个美丽新世界的典型特征，那么只有把它放到历史长河中来看，我们才能真正地看清楚潮起又潮落，潮落又潮起。这引导我们重新回到那个可以说是最古老的历史教训：历史往往会重复相似的周期。

房屋价格的长期数据是有价值的，但是最重要的教训是，在房地产价格上升的时候，人们往往过于乐观看涨，那些分析评论人士又提供了很权威的言论支持，他们简直是在火上浇油。这只不过是人性使然。事实上，找理由把价格上涨合理化，这种事（以及预测后面还会涨更多）——无一例外地——都是发生在市场涨到高点的时候，而不是在市场跌到低点的时候。要想得到真正的启发和帮助，我宁愿去关注那些总是和市场唱反调的评论人士的看法，在牛市大涨普遍看好时，他们却冷言冷语，在熊市大跌一片悲观时，他们却看好看涨。

～～～

房地产行业和其他行业一样，会周期性地起伏，但是房地产市场的周期由于特殊因素的作用，其波动幅度会更大：

- 从项目初步设想到项目建成销售，其间有一段长达数年的交付时间；

- 房地产开发商一般都会使用极高的财务杠杆；

- 房地产供给通常弹性很小，不能根据需求波动快速地进行调整（也就是说，制造商一看他们的产品市场需求萎缩，可以马上采取措施减少生产，比如减少轮班，从三班倒变成两班倒，遣散部分员工。但是房地产行业做不到，比如你是房东、酒店老板或者房地产开发商，遇到需求短缺，想要调整减少自己拥有的营业面积，那可就难多了）。

房地产周期说明，也作为案例表明，周期的各要素之间如何互相引导和互相引发，以及周期如何走极端。在困难的时候，诸如“房价长期总是会上涨的”那些乐观的总结概括，再也无法鼓舞人心了。搞房地产的人经常说：“房子只有被转到第三手才会赚钱。”这句话并非没有道理。第一手是开发商，设想并启动项目开发，后来房地产周期转入下跌阶段，干不下去了，只好放弃，成了烂尾楼，结果当初设计得很好的项目，却没有赚到钱。第二手是银行，银行发放贷款给开发商来盖楼，后来房地产周期进入下行阶段，因为开发商贷款违约，被迫收回项目资产，也没有赚到钱。但是，第三手是投资人，任务是作为拼盘侠，在房地产一片萧条时从银行手中低价接手那些烂尾楼，继续建设完工，推出销售，此时正好赶上房地产市场复苏，房价开始大涨了，结果他们赚到了大钱。看来那句老话说得真对：“房子只有被转到第三手才会赚到钱。”

当然，这种说法有些夸大了，和其他很多笼统的说法一样。但是，“房子只有被转到第三手才会赚钱”这句话确实很有用，可以作为一个提醒，让我们一定要注意，房地产市场有很强的周期性，特别是在房地产市场不太好的时候。

# 12
# 市场周期——集周期于一身

> 一个没有经验的菜鸟投资人，第一次经历一波上升的市场周期。这个过程一开始看起来是合乎逻辑的，利好因素一个接一个，形成大牛市甚至泡沫。然而事实真相是，这么多好消息，这么乐观的预期，最终投资却以亏损告终，这肯定会让投资新手感到非常吃惊。当然，对于那些不懂投资的门外汉来说，他们的投资以这样的悲惨结局收场，其实是不可避免的。因为如果这个建立在错误判断基础上的过程没有走到极端，市场就不会上涨到牛市的最高点，这个最高点同时也是市场反转下跌的起点，没有这个起点，市场也就不会跌到熊市的最低点，而熊市的最低点也是反弹上涨的起点。

作为投资人，我们的工作很简单，就是和资产价格打交道，一是评估现在资产价格处于什么估值水平，二是判断未来资产价格会如何变化，三是做决策决定是否投资、何时投资以及投资多少。资产价格主要受到两个方面的发展变化的影响：基本面和心理面。

基本面：我一直称之为“事件”，大致可以被简化为两大财务指标——企业收益和现金流，以及对二者的未来预期。企业收益和现金流受到很多因素影响，包括经济发展趋势、企业盈利能力和未来资本可获得性。

心理面：投资人对基本面因素的感觉，以及他们如何评估这些基本面，特别是投资人的乐观程度和对待风险的态度。

以上提到的这些因素都有各自的周期，而且每个周期都有很多方面。每个周期的行为，以及这些周期互相影响和互相结合的方式看似纷乱，其实背后都有一个重复发生的模式，就像诗歌的韵律一样，我们可以理解和把握，对此我已经做过很长篇幅的讨论了。这些周期波动聚合到一起，再加上随机性，影响着证券市场的运行。

这一章的目标是，让你对市场周期性的上涨和下跌有感觉。我们要讲的不是周期上涨多少和下跌多少这些事实情况，也不是周期过去上涨和下跌的过程，更不是这些上涨和下跌是对哪些因素的反应；我们要讲的是周期现象波动背后的力量，特别是非基本面的力量和非经济性的力量。它们导致周期现象上行和下行，而且它们经常以一种非常疯狂的模式涨跌，有时涨

起来很疯狂，有时跌起来也很疯狂，有时不涨不跌且持续很久也很疯狂。

如果市场是一台计算器，在计算证券的价值时，其依据只限于公司基本面，那么证券市场价格的波动幅度就不会太大，和公司现在的盈利以及未来的盈利预期的波动幅度基本一致。其实，市场价格的波动幅度，本来应该小于公司盈利的波动幅度，因为公司的季度收益变化往往时间一长就被抹平了，除此之外，季度收益变化未必能反映出公司的长期盈利潜力的真实变化。

然而，证券市场价格的波动幅度通常远远大于公司收益的波动幅度。当然，这主要由于心理方面、情绪方面以及其他非基本面的原因。因此，证券的市场价格变化过于夸大了基本面的变化。我们简要地描述这个过程：

- 经济面和企业盈利面发生的事件变得更加利好。

- 好消息带来好心情，利好事件助长投资人产生积极乐观的心理。随着这些利好事件发生，投资人的情绪（也被称为“动物精神”）会变好，投资人对风险的容忍度会提升（甚至有时候即使发生不利事件，投资人也会如此）。

- 心理的积极乐观导致投资人不再要求高风险保护和高预期收益。

- 利好事件、内心坚定地看好和投资人对预期收益要求降低综合在一起，导致资产价格上涨。

- 可是，最终这个过程进入反转阶段。事件未能达到投资人预期，也许因为产生这些事件的环境变得不那么友好了，也许因为投资预期高得太离谱了。

- 事实最终证明，投资心理不可能永远保持积极乐观。头脑冷静一些的人能够推断出，资产价格已经被高估到很不合理的地步了，或者也许投资人心软，不再那么坚定地看好未来了。只是因为一个理由，就可以让投资不再乐观，而这样的理由有100万种（甚至没有明显的理由，投资人还是会变得不再乐观）。

- 价格下跌了，因为这个时候发生的事件不是那么有利了，或者投资人看法变了，同样的事情他们却不再认为那么有利了。有时候，这种事情会发生，只是因为价格已经涨到根本无法再持续保持的地步，或者因为环境出现了不利变化。

- 价格掉头向下之后，又继续开始下跌，直到最后跌得实在太低了，

再也跌不下去了，就变成反弹的平台。

重要的是要理解基本面和心理面互相交织、互相影响的方式，就像上面这个过程所描述的那样。但是有一点很关键，我在讲这个过程时会一再重复强调：上面对整个过程的描述，看起来先后有序，前后相连，但是现实中真正的过程绝对不像上面讲的那样井然有序。这些事情发生的顺序可能会发生变化，因为因果关系的方向可能发生变化，你影响我，我也会影响你：

- 有时候是基本面影响心理面，有时候是心理面影响基本面：利好事件会强化心理，心理面改善也会对事件产生有利影响（心理面助推经济增长和企业盈利增长）。

- 心理面影响市场面，市场面也会影响心理面：很明显，投资人心理面改善会导致资产价格上涨；同样，资产价格上涨会让投资人感觉自己更富有、更聪明，因此他们就变得更乐观。

换句话说，心理面、基本面、市场面三个方面的关系是双向的……甚至会同时双向互相影响。每个方面的变化都会引起其他方面的变化。这些事情演进的速度，在不同的周期中会有很大不同，即使是同一个周期，在整个过程中的不同环节上也会有很大不同。最后还有一点，周期并不一定是平稳流畅地运行前进，相反，周期会有下落也会有反弹，有时还会虚晃一枪，短暂小幅下跌后继续大涨，或者小幅反弹后继续大跌。

由于以上类似的原因，投资不能像科学那样被系统规律地准确描述，我们也不能指望做投资像做科学实验一样，每次的过程和结果都一模一样。我会一再地回忆马克·吐温的那句名言：“历史不会重演相同细节，历史却会重复相似过程。”原因和结果从来不会和过去一模一样，但是现在的原因和结果经常会让我们想到，我们过去见过类似的原因、结果和发展变化过程。

不管过程多么不精确，很明显，过去的事件、预期未来会发生的事件与投资人的心理综合在一起，决定了资产的价格。事件和心理也会影响信贷松紧程度，而信贷松紧程度会极大地影响资产价格，资产价格反过来又会影响事件和心理。

总之，这些事件综合在一起，创造出了市场周期。我们每天都会听到很多关于市场周期的谈论，其中大多数人谈的是股票市场周期的涨跌，但是也有一些人讲债券、黄金、外汇等市场的周期。这也说明很多周期互相交

织、互相影响。这正是本章的主题。

～～～

金融理论把投资人描述为“经济人”：客观，理性，做事追求最优化。这意味着，这些作为经济人的投资人在一起形成的市场，就成了投资大师、著名作家（还是巴菲特的导师）本杰明·格雷厄姆所说的“称重机”：资产价值的评估者，拥有像机器一样准确的评估能力，像军人一样训练有素、纪律严明。

可是，虽然理论很美好，但是现实很残酷，它完全不同于理论假设：财务上的事实和数据，只是市场行为的起点；投资人保持理性，只是例外情形，而不是规律；理论上，投资人是经济人，会冷静地评估财务数据，然后完全不动感情地设定资产的合理价格，其实市场极少把时间用在这种事情上。

投资基本面，其实是很简单易懂的。过去的事件已经发生了，而且被记录下来，很多人都有分析这些证券的量化分析技能。现在的业绩在财务报表中已经被体现出来了，有时，财务报表准确地呈现了公司现在的业绩表现，有时，人们则需要对公司的财务报表有技巧地进行调整，而且未来的事件对于每一个人来说都是不可知的（尽管有些投资人能够比其他人更好地预测未来事件）。基本面并不是投资中最多变的那部分，也不是最让我着迷的那部分。但是，不管怎么样，我都不可能写出一本书，告诉你如何做才能对未来事件知道得比别人更多。要在预知未来事件的能力上远远超越别人，我们就需要具备三大成功要素：一是有远见，二是有直觉，三是有第二层思维。我不相信这些东西能被简化到可以写在纸上，也不相信这些东西能通过读书被人们掌握。

投资中有一部分让我非常着迷，也是我自己思考得最多的，还是我和橡树资本的同事为客户创造出巨大财富的看家本领所在，它就是投资人如何偏离理性的假设，以及这种偏离如何助长周期的波动震荡。

很多因素都在不同程度地影响投资人制定投资决策的过程，都在干预投资人进行纯粹的经济决策的过程。这些因素也许可以被归纳为三大类因素：人性、心理和情绪。要区分这三者，并不是那么简单。不过对于我们这里所讨论的目的来说，区分这三者并不重要，这些因素绝对能够主导投资人的行为，因而也能绝对主导市场。有些因素是周期性变化的，但并非所有因素都是周期性变化的。它们都能影响周期或者加重周期。其中最重要的影响因素如下：

• 投资人会动摇，而不是坚定地坚持理性思考，但只有理性思考才能让人们做出理性决策。

• 投资人有三种心理倾向：用歪曲的眼光看待当前的事实，有选择性地感知，带有偏见地解读。

• 人都有一些怪癖似的心理误区。比如确认偏误，接受那些能符合他们说法的证据，抛弃那些不符合他们说法的证据；再比如非线性效用误区，对于大多数人来说，亏损1美元的痛苦感，大大超过赚1美元的幸福感（也大大超过现在放弃未来潜在的1美元盈利的痛苦感）。

• 投资人在经济繁荣时期容易过度轻信，对那些高得离谱的盈利预期神话也会信以为真，而在经济萧条时期又容易过度怀疑，拒绝所有盈利的可能性，对那些非常靠谱的盈利机会也会因不信任而拒绝。

• 投资人的天性就是在风险容忍和风险规避之间来回摆动，导致他们对作为风险补偿的风险溢价的要求也随之来回摆动。

• 投资人会有羊群行为，一方面因为要和别人做的事保持一致的心理压力很大，另一方面因为和别人持仓不一样的操作难度很大。

• 有件事会让你心里感到极不舒服，就是看到别人赚了大钱，做的却是你拒绝做的那种事情。

• 因此，投资人本来一直拒绝参与资产泡沫，却往往最终还是屈服了，因为他们实在顶不住压力了，举起白旗，宣布投降，于是也跳入了泡沫，开始买入（甚至即使，不，准确地说是因为，作为泡沫题材的资产价格的上涨幅度已经很大了）。

• 投资人还有一种相应的倾向是，往往会放弃现在不流行而且现在看起来不成功的投资，不管分析结果表明这些投资多么明智。

• 最终，其实投资都是和钱有关的，而钱会引发强烈的感情因素，比如，投资人贪婪地想要得到更多钱，嫉妒别人赚的钱多，害怕自己会亏钱。

## 牛市和熊市

投资人被分成两派，这种分法到现在有100多年了。一派是“牛”，代表那些认为股票会上涨，因而投资行为激进的乐观主义者；另一派是“熊”，代表那些认为股票会下跌，因而投资行为保守的悲观主义者。后来，人们又

把“牛”“熊”两个标签用在市场上，市场已经上涨了或者将会上涨（当然这个预测很不准确）就是牛市，相反，市场跌了或者将会下跌就是熊市。

20世纪70年代，我得到了人生的一份大礼。有一位投资人，他比我年纪大，也比我有智慧，告诉我一条投资真经——“牛市三阶段”：

第一阶段，只有少数特别有洞察力的人相信，基本面情况将会好转；

第二阶段，大多数人都认识到，基本面情况确实好转了；

第三阶段，每个人都得出结论，基本面情况将会变得更好，而且永远只会更好。

越是真理就越简单。听了牛市三阶段理论后，我一下子开窍了，也开始注意到了投资人的心理经常会走极端，而这些极端心理会对市场周期产生极大影响。就像很多名言警句一样，牛市三阶段言简意赅，却表达出非常高深的大智慧。其实，牛市三阶段讲的就是投资人态度的变化：一是特点，投资人的态度多么容易变化；二是过程，在市场周期波动的整个过程中，投资人态度的变化有什么模式；三是影响，投资人的态度如何助长投资决策错误。

牛市第一阶段，尽管存在基本面改善的可能性，但是大多数投资人不具备这样的洞察力，也就不会珍惜其蕴藏的投资良机，他们看不出来证券价格里面包含的乐观主义很少，甚至根本没有。通常情况下，第二阶段发生在股市大崩盘、股价一路暴跌之后，这一波暴跌彻底摧毁了股价，同样也彻底摧毁了投资人的心理，让投资人像羊群一样对股市由爱转恨，投资人亏了大钱之后，发誓从此永远离开股市，此生再也不碰股票了。

牛市第三阶段，也是牛市最后一个阶段，情况正好和第一阶段的相反。基本面的事情发展顺利，而且有很长一段时间了，已经强烈地反映在资产价格上了。这进一步提升了市场的情绪，投资人简单地推论基本面改善将会持续直到永远，对未来非常乐观，因此把买入报价提升到很高水平。树肯定不会长到天上去，但是在牛市的最后阶段，投资人的行为表现得好像他们相信树真的会长到天上一样……而且投资人愿意出高价购买他们感觉到的公司收益会有无穷成长潜力的热门股。投资人因为相信高成长性而支付高价去买热门的成长股，事实证明他们过高地估计了成长性，几乎再没有其他事比这种用高价购买伪成长股所付出的代价更高的了。

从以上牛市三阶段中我们可以看出来，在牛市第一阶段，几乎没有乐观的理由，只有特别有洞察力的少数人才敢于买入，且买入的成本极低，资产未来可能会有巨大的升值空间。但是在牛市第三阶段，很多投资人此时都

会跟风买入，因为当时的市场过度乐观，投资人必须支付高价才能买到，所以后来亏得很惨。

上面对牛市三阶段的描述，文字非常简练，却讲出了大智慧。就在学习牛市三阶段之后不久，我又听到了另一句名言，说得更有道理，且更加精练：“聪明的人最先做，愚蠢的人最后做。”

我认为这句话可以称得上排名第一的投资名言，神奇地概括了周期的重要性。再说一次，那些先知先觉者，按照定义他们只会是有胆有识的极少数人：一是有见识，看未来比别人看得更准；二是有胆识，敢于买入，尽管此时大众并不普遍认同，有胆识才能抓住别人没有发现的盈利潜力，有胆识才能买到极便宜的资产。但是每一股投资潮流，最终都会走过头，而且会把价格推升得太高，所以当牛市走到尾声，最后一个接棒买入的人，为过于高估的潜力付出过高的价格。最后一个接棒买入的人得到的是资本的惩罚，而不是资本的升值。

巴菲特说：“聪明的人最先做，愚蠢的人最后做。”一语道破天机。关于市场周期及其影响，你应该知道的所有东西，这句话就告诉了你八成。巴菲特还说过一句话，讲的是同样的道理：“先做是创新，后做是模仿，最后做是傻瓜。”

当然，周期不是只有一个方向，而是能上也能下，会涨也会跌的。全球金融危机、股市大跌，给了我一个机会能借鉴牛市三阶段的说法，总结出“熊市三阶段”。这是我在2008年3月的投资备忘录《潮水退了》中所写的：

第一阶段，只有少数深谋远虑的投资人才能意识到，尽管形势一片大好，市场面普遍被乐观看涨，但是基本面肯定不会一直顺风顺水；

第二阶段，大多数人都认识到基本面正在越变越糟；

第三阶段，每个人都相信基本面只会变得越来越糟。

这时，有人投降了。前面我提过投降这个现象，说起来很有意思，投降本身也有一个固定的周期。在牛市或者熊市，第一阶段，大多数投资人都克制自己（按照定义）不去参与只有少数人才做的事。这也许因为他们无识无胆无勇：一是无见识，他们缺乏这种行为背后的远见卓识；二是无胆识，他们缺乏那种过人的胆量，不等到事情得到证明，变得清清楚楚，引得大家蜂拥而至时，就不会出手；三是无勇气，他们缺乏足够的勇气走一条少有人走的路，他们不敢做一个不与众人保持一致的逆向行动之人。

很多人都错过了牛市第一阶段，先人一步买入的赚钱机会，或者错过了熊市第一阶段，先人一步卖出保住胜利果实的机会。这需要你有胆有识才行，既要看得准，又要出手狠。投资人会继续抵抗，而这时市场趋势已经形成，正在积聚前进的动力。等到市场的走势形成一股潮流时，这些投资人也还是不愿意加入进来。他们简直有钢铁般的意志，坚决拒绝跟风。在牛市第二阶段，那些看涨的投资人纷纷跟风买入，推动有些品种大涨或者有些板块大涨或者整个市场大涨，但这些投资人就是不跟风买入；在熊市第二阶段，很多投资人跟风卖出，导致价格低于内在价值，这些投资人还是拒绝跟风卖出。这些投资人简直是铁石心肠，也别指望他们后来会随大流了。

但是大多数投资人最终还是投降了。可能只是因为坚持得太久，意志力都被耗尽了，再也坚持不下去了。到牛市第三阶段，他们看到股价一路涨上来，涨了2倍，涨了3倍，别人跟风买入的股票都赚大钱了，自己却一只股也没买，心里嫉妒别人赚大钱，痛恨自己看走眼不敢买。或者到熊市第三阶段，他们看到自己股票的市值跌了一半，看着那些已经提前卖出的人站在河边分毫无损，心里别提多么嫉妒了，痛恨自己太愚蠢，当时完全想错了，没有跟着其他人早点儿卖出离场。他们内心越是嫉妒别人，越是痛恨自己，自信心就越会慢慢地消失，意志力也会慢慢地变得消沉，最后他们放弃抵抗了。关于这一点，我觉得查尔斯·P.金德尔伯格那句话说得最好：“最令人烦心、最令人头痛的事，莫过于看到朋友发大财。”（《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》，1989年）那些进行市场投资的人，最痛苦的就是看到别人赚了很多钱，再一想自己却错过了很多机会，他们害怕这种趋势会继续下去，自己的痛苦也会继续下去。于是，他们得出结论，打不败市场就加入市场，跟着大部队走，站在大多数人一边，这样就会终止痛苦，因此他们投降了。结果，这些最后实在抗不住投降的人，在牛市高位买入已经涨了很多的资产，在熊市低位则卖出了那些已经跌了很多的资产，他们不是高位接盘，就是低位割肉。

换句话说，这些投降派，第一阶段该做的正确的事，等到第三阶段再去做时，却是错上加错了。牛市第一阶段，他们应该及早低位买进，却一直坚持不买进，此时所犯的错误在于该买时不敢买；抗到牛市第三阶段，他们实在抗不住了，投降了，也跟风买入，可是这时买入却成了错误，其错误在于不该买时却买了。熊市第一阶段，他们应该及早高位抛出，却不愿意抛，其错误在于该卖出时不愿意卖；就这样一直坚持不卖出，抗到熊市第三阶段，他们实在抗不住了，投降了，也跟风割肉卖出了，可是这时卖出却变成了错误，其错误在于不该卖时却卖了。在周期波动期间，投降这种行为特别有杀伤力。这也是一个非常好的反面案例，它告诉我们，心理因素导致的投资错误所造成的最悲惨的结果能坏到什么程度——不但能杀死你的钱，而且能杀死你的心。

当然，等到最后一个顽强抵抗的人都缴枪投降了，在高位跟风追涨买入，或者在低位跟风割肉卖出，就再也没有人能特立独行了，每个人都和大家保持一致。牛市涨到最后，只有人买进，却没有人卖出，那么成交结束了，最后一个投降者的买入价就成了最高价，这一点就成了最高点，从此市场周期停止上涨，开始反转下跌，这个人成了牛市最后一个接棒的人。聪明的人最先做，愚蠢的人最后做，牛市最后一个买入股票的人，就是那个最后才去做的傻瓜。反过来也一样，熊市跌到最后，最后一个坚持不卖的人也投降了，从此只有人卖出，却没有人买进了，那么成交结束了，最后一个投降者卖在最低点，从此市场周期停止下跌，开始反弹上涨，这个人成了熊市最后一个割肉卖出的人。

下面这段历史记录表明，即使我们人类最杰出最伟大的人，也会在股市中投降：

> 大科学家牛顿，受封爵士，在担任英国造币局局长的时候，正好遇上“南海泡沫”，他和其他很多有钱的英国人一样买了南海公司的股票。1720年1月，南海公司股票的市场价格为每股128英镑，到7月涨到每股1 050英镑，半年涨了8倍多。可是，这一波大涨才开始不久，牛顿就发现，南海公司这只股票走势的投机性太浓了，于是他卖掉了股票，拿到7 000多英镑。有人问他未来市场走势会涨还是会跌，牛顿回答道：“我可以计算天体的运动，却无法计算人类的疯狂。”
>
> 1720年9月，南海泡沫破裂了，价格跌到200英镑以下，从三个月之前的最高点跌了80%。牛顿很早卖出，可以说是明智之举了。可是，事实并非如此，尽管他很早就看穿南海股价有很大的泡沫成分，但是牛顿这个大科学家也是人，也想多赚钱，也和我们现代的大多数投资人一样，天天看着周围的人赚了大钱，心里同样也是很嫉妒的。牛顿爵士看着南海股价天天疯涨，心理压力越积越大，最后实在顶不住了，也投降了，也跟风在高位追涨买入，也就是说，牛顿上一波卖出了股票，后来又在更高的点位买回来了。结果没过多久，南海泡沫就破裂了，让他亏了20 000英镑，这是他前面那一波进出股市所获盈利的3倍，他也会抗不住牛市的心理压力而在最高点投降。即使是全世界最懂牛顿力学的牛顿先生，也没能避免在股市上亲身体验自由落体式的暴跌。（网站bubble.com，2000年1月）

## 泡沫和暴跌

我们经常遇到股市上涨和下跌的行情，我们以后还会经常遇到。当市场持续上涨且累积涨幅相当高的时候，市场被称为“牛市”，当市场持续下跌且累积跌幅相当高的时候，市场被称为“熊市”。牛市如果还继续涨得更高，

就成了大牛市、狂热大牛市、疯狂大牛市。熊市如果还继续暴跌，就成了大熊市、危险大熊市、恐慌大熊市了。用现在最流行的词来讲，极端大牛市是泡沫，极端大熊市叫崩盘。

泡沫和崩盘这些现在流行的说法，其实已经有很长的历史了。前面说过的南海泡沫，是大概发生于300年前的一场股市泡沫，当时英国人都在狂热地买入南海公司的股票，大家都认为，南海公司承诺偿还英国的全部国债，而且它肯定能做到，因为这家公司垄断了英国和南美洲的贸易，结果南海公司的股票在1720年火爆了整个大英帝国，半年上涨了8倍以上。而美国历史上最有名的股市大崩盘是1929年的股市大崩盘，它引发了一场历史上最严重的经济大萧条。1995年到2000年，市场出现了高科技股泡沫、互联网泡沫和网络股泡沫。后来又发生了房地产泡沫和抵押贷款泡沫，它们在2007年达到最高点，然后开始大崩盘，进而引发全球股市大崩盘。最近20多年，可以说是一个大泡沫接着一个大泡沫，由此“泡沫”这个词火了，成了日常用语。

泡沫实在太多了，以至现在形成了一种趋势，特别是在媒体上，只要出现一波大涨，就会被称为“泡沫”。2017年秋，我正写这一章，美国标准普尔500股票指数和2009年3月的低点相比，涨了接近4倍（包括股利在内），美国高收益债的收益率已经下降到5.8%。因此经常有人问我，美国股市是不是处于某种新型泡沫之中，是否意味着股市大崩盘近在眼前。正是因为这个原因，我这里要多花一些时间给大家讲讲，大涨和泡沫并不是一回事。我坚信，并非每一波大涨都是泡沫。对于我来说，“泡沫”这个词有着特殊的心理学内涵，投资人应该明白，也应该留意。

我经历过一些泡沫，它们比刚才所说的科技股泡沫、房地产泡沫发生的时间要早得多。其中一个非常好的泡沫例子是，20世纪60年代市场狂热追逐的“漂亮50”成长股。所谓的“漂亮50”成长股是指美国股市质量最高成长性也最高的50只成长股。据我所知，所有泡沫都贯彻着一个共同的主线，“漂亮50”成长股就是一个范例，大家都相信，对于那些资产来说，“根本不存在价格太高这回事”。当然，这句话后面紧跟着另外一句话——你不管用什么价格买，肯定都会赚钱。

明智的投资只有一种形式，就是搞清楚这个东西值多少钱，用比价值更低的价格买入。我们要明智地投资，其前提必须做到两点：一是算对价值，用数据分析计算清楚价值区间究竟是多少；二是买对价格，坚持只有当价格低于价值的安全边际相当大，以及投资吸引力相当大时，才会买入。任何一种投资举动，如果不是建立在价格和价值的比较上，只是建立在一种空泛的概念上，就是不理性的投资。

“成长股”这个概念，在20世纪60年代初就开始流行了，其目标是投资高成

长型企业，受益于其公司业绩的高成长，收获于其股价的高成长。这些企业的业绩能够高成长，受益于科技、市场营销和管理技术的发展进步。从20世纪60年代初开始，成长股变得越来越火。1968年，我找到了一份暑期临时工的工作，在花旗银行的前身第一国民城市银行投资研究部工作。它的股票属于漂亮50成长股，业绩增长最快，而且公司品质最优，就像学校里品学兼优的优等生，很受市场欢迎。它们的股价涨得实在太快了，以至银行信托部门（相当于中国的公募基金）把大多数资金都投到了漂亮50成长股上，对其他股票都失去了兴趣。

施乐、IBM（国际商业机器公司）、宝丽来、柯达、惠普、默克制药、礼来制药、德州仪器、可口可乐、雅芳，这些漂亮50成长股中的公司都是超级明星公司，人见人爱。大家都觉得这些公司太伟大了，根本不会出问题。大家都普遍接受这句话，这句话简直被当作股市的至理名言：这些公司都是超级明星，你不管用什么价格买都不会赔，只要拿住了，它们将来肯定能赚钱。你即使买的价格有点儿高，也不会赔，这些公司的收益很快就会涨上来，你买入的价格就不贵了。

结果可想而知。任何时候，投资人不管价格高低都愿意买。很明显，这种做法都是基于情绪和从众心理的，而不是基于冷静的分析。于是漂亮50成长股涨疯了，1968年它们的股价涨到其每股收益的80倍至90倍，成了这一波大牛市的急先锋。后来，它们却一头栽到地上，因为投资大众的热情冷下来了。1973年，股市变得非常低迷，漂亮50成长股的股价跌到只有每股收益的1/8～1/9，也就是说，那些5年前高位追涨买入美国最优秀企业股票的人，亏了80%～90%，一美元亏得只剩下一二美分。请注意，漂亮50成长股的50家公司当时看起来优秀得简直“完美无缺”，其中有几家后来破产了，有几家差点儿破产。

这就是所谓的“什么价格买都不会赔”的下场。股票也好，公司也好，根本没有任何资产能好到价格再高也不会被高估的地步。对于聪明的投资人来说，这种说法必须从你脑中永远剔除出去。

但是，你别以为经历过如此大跌，投资人肯定会吸取漂亮50成长股泡沫的惨痛教训。我们再往下看，你会发现1995年后，股市泡沫又出现了。这时股市上最火的是科技股，就像上一次泡沫是公司创新点燃成长股的风潮一样，这次是三大领域的科技进步正在点燃投资人的想象力：通信（移动电话和光纤传输），媒体（包括对内容无限需求以填满新的娱乐频道），信息科技（特别是互联网）。

“互联网将改变世界”是当时最火的口号，接下来投资人会说“电子商务股票，什么价格买都没关系”。漂亮50成长股的市盈率高到原来的八九十倍，大家一算会说这样的市盈率太高了，相当于投资八九十年才能收回成

本。可是，对于互联网股票来说，根本不存在市盈率过高的问题，因为这些互联网企业根本没有任何盈利。市盈率等于每股市场价格除以每股收益，没有收益，哪会有市盈率？不仅这些投资完全是概念性的，而且很多互联网公司本身也是概念性的。既然这些创新公司根本没办法按传统的市盈率指标进行估值，那么华尔街就创新性地想出新型估值指标来替代市盈率。既然互联网公司没有盈利有收入，那么华尔街就用市销率代替市盈率——每股市场价格与每股销售收入之比。有些电子商务公司连销售收入也没有，这也没关系，以后会有的，就用“眼球”替代收入，即消费者访问这些公司网站的次数。因为消费者访问公司网站的次数越多，以后在这个网站上购物的概率就越大。

就像漂亮50成长股一样，在投资狂热风潮的下面，市场还是有点儿真实性的——要让泡沫吹起来，这是前提条件，也是必需的。但是投资人失控了，不讲逻辑推理，也不讲投资纪律，才会得出如此荒谬的推论：价格再高也不会赔。投资人高喊着口号“互联网将改变世界”，这话说得对，互联网确实改变了世界，现在的世界和20年前相比，简直是改头换面。可是，现在互联网还在，但1999年到2000年的互联网股票绝大多数都没有了。这些倒闭的互联网公司的股票让投资人亏掉了100%，相比之下，投资漂亮50成长股亏掉了80%~90%，还是很令人羡慕的。

关键点已经很清楚了，我认为“价格再高也不会赔”，是产生泡沫必不可少的关键因素，也是产生泡沫的显著标志。同样的道理，在股市泡沫期间，投资人经常得出结论，应该去借钱买这些大牛股，就是我们常说的加杠杆或者配资。不管你借钱的利率是多少，你买这些大牛股升值所带来的收益率，肯定都比你借钱的利率高。很明显，投资人脑子糊涂了，分析、怀疑、不盲目相信的大脑功能暂时停止了。

“什么价格买都不会赔”，是泡沫的终极成分，因此也是市场上涨过高的铁证。参与泡沫，没有安全的方式，只有危险的方式。不过，你应当注意，“价格过高”并不等于“明天就会下跌”，二者的意思差得很远。很多投资风潮会前行好长一段时间，才到达泡沫的程度。有几个非常著名的投资人，很早就举起白旗投降了，因为他们一直拒绝跟风加入科技股泡沫，结果天天看着别人在泡沫里一边跳舞一边数钱，实在太痛苦了，他们终于抗不住了。有些基金经理为此眼睁睁地看着客户大量赎回基金；有些基金经理变得垂头丧气，干脆退出不干了；有些基金经理则放弃抵抗，投降了，也开始跟风买进热门科技股……他们刚刚高价买进，不久就看到科技股泡沫破裂了，结果错上加错，前面该买不买而错过赚钱机会，后面不该买却买而导致巨大亏损。

~~~
~~~

下面我列举的过程，概括总结了市场周期的上行阶段。这个过程告诉我们，经济周期、企业盈利周期、心理周期、风险规避周期和媒体行为周期如何形成合力，推动市场价格大涨，且涨幅远远超过其内在价值。它也告诉我们，周期的上一步变化如何引发下一步变化：

• 经济增长，经济数据都利好；

• 企业盈利增长，高于预期；

• 媒体刊登的只有好消息；

• 证券市场走强；

• 投资人变得更加自信，更加乐观；

• 大家认为，风险非常少见，就是有风险也是良性的，不会有大害；

• 投资人认为，承受高风险是赚钱的必经之路，高风险才能带来高收益；

• 贪婪驱动投资人的行为；

• 投资机会的需求，远远超过供给；

• 资产价格上涨，超过内在价值；

• 资本市场大门敞开，发行证券融资很容易，债务到期滚动融资很容易；

• 违约出现得很少；

• 投资人的怀疑程度降到低点，而信任程度升到高点，意味着有风险的交易也能达成；

• 没有人能想象事情会出错，没有什么有利的发展变化看起来是不可能的，一切好事皆有可能；

• 每个人都想当然地认为，事情会永远变得更好；

• 投资人忽视损失的可能性，只担心错失机会；

• 没有人能想到有什么理由要卖出，也没有人被迫要卖出；

- 买进的人数超过卖出的人数；
- 市场小幅下跌，投资人不但不生气，而且很高兴，正好逢低买入；
- 股价创出新高；
- 媒体欢呼庆祝股价创出新高；
- 投资人变得盲目兴奋，无忧无虑；
- 持有股票的人自己都为自己感到骄傲——我怎么这么聪明，及时追涨买入，一下子赚了这么多，在高兴之余，他们可能还会买入更多；
- 那些一直站在旁边只敢看不敢买的人，看着朋友发大财，后悔死了，最终他们投降了，也跟风追涨买入；
- 预期收益降到低点，甚至是负的；
- 风险升到高点；
- 投资人应该忘记错失机会，应该只担心亏损；
- 是时候要非常谨慎小心了。

应该注意的最重要的事是：心理乐观成分大到最大限度，能够拿到的信贷额度大到最大限度，价格涨到最高，预期收益低到最小限度，风险大到最大限度。这些因素几乎同时都达到了极限，通常此时就是最后一波疯狂追涨买入突然发作的时候。

同样，我也列出了一个过程，描述在市场下跌的时候会发生的情况：

- 经济增长放缓，报告数据都是不利的；
- 企业盈利持平或者下跌，且低于预期；
- 媒体报道的都是坏消息；
- 证券市场疲软；
- 投资人变得担心和沮丧；

- 大家觉得到处都是风险；
- 投资人觉得，承担风险一点儿好处也没有，不会让他们赚钱，只会让他们亏钱；
- 恐惧主导了投资人的心理；
- 市场上证券的需求低于供给；
- 资产价格跌到内在价值以下；
- 资本市场大门“砰”地猛然关闭，想要通过发行证券融资非常困难，通过债务到期滚动融资也很困难；
- 债务违约率飙升；
- 投资人的怀疑程度升到高点，信任程度降到低点，意味着只有非常安全的交易才能达成，甚至任何交易都达不成；
- 没有人考虑情况可能出现改善，任何负面的结果都有可能发生，一切坏事皆有可能；
- 每个人都想当然地认为，情况永远只会变得更加糟糕；
- 投资人忽视赚钱机会的可能性，唯一担心的就是会亏钱；
- 没有人能想到值得买入的理由；
- 卖出的人数超过了买进的人数；
- “不要去抓跌落的小刀”取代“逢低买入”；
- 价格创出新低；
- 媒体关注这种令人沮丧的趋势；
- 投资人变得沮丧和恐慌；
- 持有证券的投资人觉得自己好傻，幻想破灭了，亏了之后他们才明白，自己当初做这笔投资时所想的那些理由，其实自己并不是真正明白；
- 那些一直拒绝跟风追涨买入的人，特别是那些卖掉股票的人，觉得

自己当初的判断得到了市场验证，自己一直不买简直太英明了；

- 那些本来持有股票的人放弃了，以令人沮丧的价格割肉卖出，结果雪上加霜，让股价进一步螺旋式下跌；
- 大跌之后，股价蕴含的预期收益率高到了天上；
- 风险很低；
- 投资人应该忘记亏钱的风险，只应担心错过赚钱的机会；
- 进攻型投资的时刻到了。

前面我们讲的是市场周期上行阶段涨到“头部”时的情况，现在我们看到的情况正好完全相反，市场周期下行到“底部”：心理落到最低限度，信贷融资处于最低点，人们几乎融不到资，价格跌到最低，潜在收益率升到最高，风险降到最低，最后一个乐观的投资人也举起了白旗表示投降，跟风杀跌卖出了。

上面所说的过程是简化版的，其实这就像用卡通漫画来描述通向失败之路。但是这并不是想象，也没有过于夸大，是完全合乎逻辑的情况，一个事件引发下一个事件，两个方向都有可能，可以正向发展，也可以反向发展……直到最后走到完全不合乎逻辑的极端，就像纸牌屋一样，一下子都倒塌了。

这些事件并不是每次都会按照同样的顺序发生，也并不是在每个市场周期中这些事件都会出现。但是这些行为是真实的，它们肯定是市场周期的必备要素，市场就是这样有规律地波动起伏，类似的行为模式一再出现，从一个十年到下一个十年，由此构成了市场长期的主旋律。

一个没有经验的菜鸟投资人，第一次经历一波上升的市场周期。这个过程一开始看起来是合乎逻辑的，利好因素一个接一个，形成大牛市甚至泡沫。然而事实真相是，这么多好消息，这么乐观的预期，最终投资却以亏损告终，肯定会让投资新手感到非常震惊。当然，对于那些不懂投资的门外汉来说，他们的投资以这样的悲惨结局收场，其实是不可避免的。因为如果这个建立在错误判断基础上的过程没有走到极端，市场就不会上涨到牛市的最高点，这个最高点同时也是市场反转下跌的起点，没有这个起点，市场也不会跌到熊市的最低点，而熊市的最低点也是反弹上涨的起点。

～～～

我之前讨论了以下两种因素之间的关系，即周期走到现在这个位置时与投资预期收益率之间的关系。现在要结束这一章了，我想要进一步深入地阐述二者之间的关系。

快要接近交出本书最终稿的时间时，我突然有了一个灵感，想到以一种简洁的方式来展现我心里所想的那种周期现在的位置与投资预期收益率二者之间的关系：让我们假设一开始，市场周期处在中心点，这通常意味着，经济增长正好处在长期平均趋势线上，企业盈利水平是正常的，股市估值水平从历史长期来看是合理的，资产价格和内在价值保持一致，市场情绪不是极端的。在以上所述这些条件下，预期收益率也是“正常的”，未来的预期收益率的概率分布如图12–1所示：

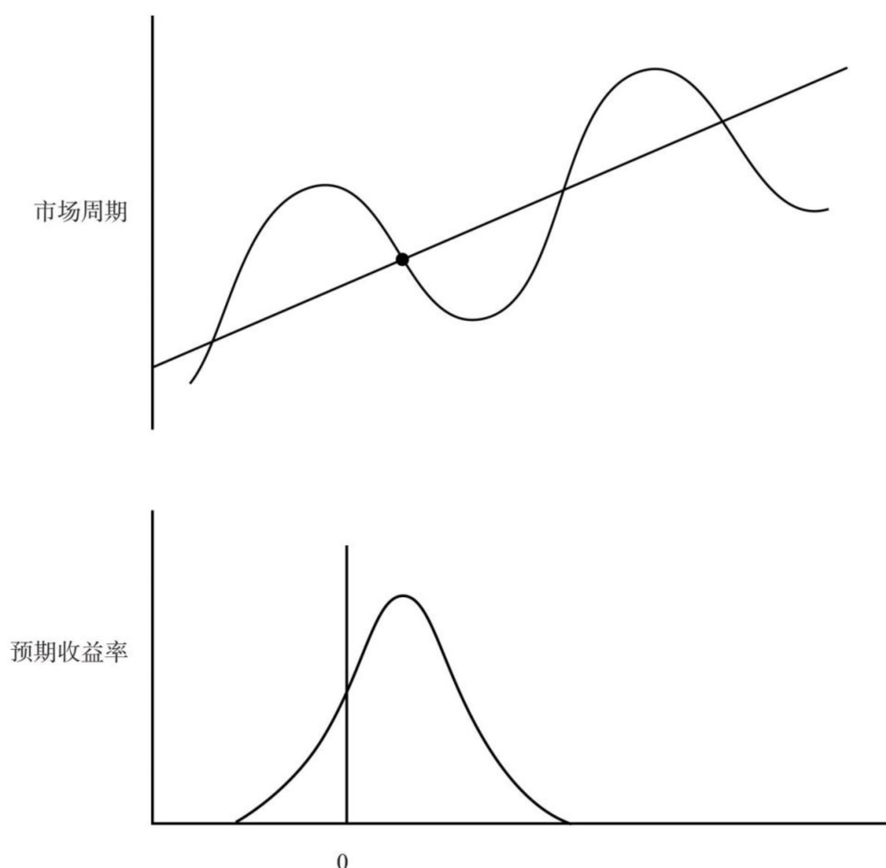



**图12–1** 市场周期与预期收益率I

但是，如果市场周期的位置不在中心点，而在周期的高点，那么情况会怎么样？不管基本面的情况如何，这都意味着估值水平过高了，股票价格远远超过了其内在价值，价格里面包含了很大成分的乐观主义。在这个点上，未来的预期收益率会低于正常水平，偏向负收益率。此时预期收益率新的概率分布如图12–2所示：

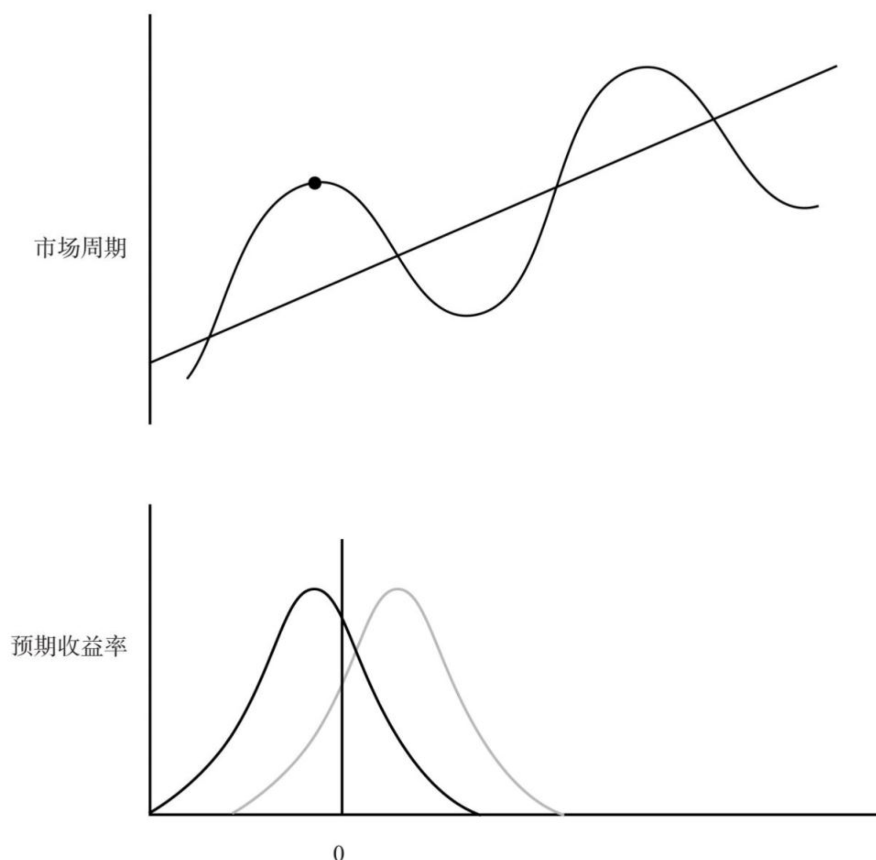



**图12–2** 市场周期与预期收益率II

如果市场周期是在周期的低点，那么情况又会如何？现在由于投资人沮丧的心理，估值水平处于历史上的低点，这意味着出现物美价廉的便宜货，资产价格大大低于其内在价值。在这种情况下，未来的预期收益率的概率分布会向右移，通常这意味着很高的潜在收益（见图12–3）：

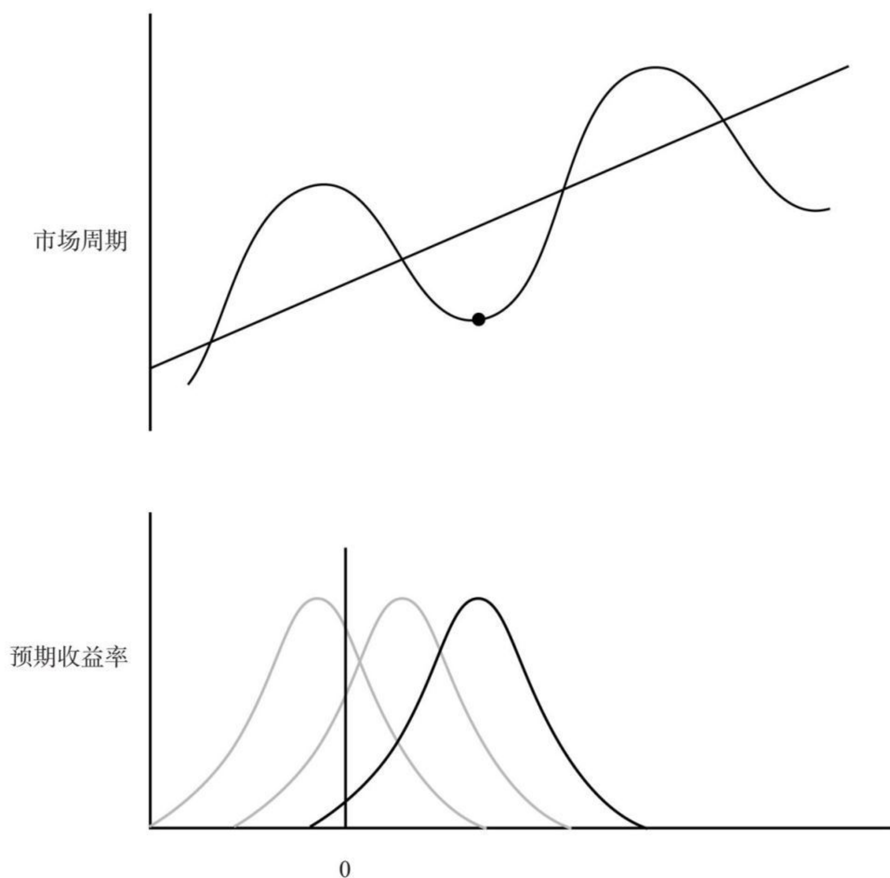



**图12–3 市场周期与预期收益率III**

用概率分布图进行的概念化描述，清楚地表明了周期位置和预期收益率之间的关系。虽然这样讲远远谈不上很科学，但是我知道的一切都告诉我，这样讲是对的。

# 13
# 如何应对市场周期

讲了这么多周期知识，关键是什么？关键是我们要知道现在投资人心理周期和估值水平周期的钟摆摆到了什么位置。有时候，投资人会拒绝买入，甚至还要卖出，因为这个时候，投资人的心理过于积极，给予股票过高的估值水平，导致股价飙升到顶点。有时候，投资人应该买入，因为这个时候投资人看到市场一直下跌，心理和情绪低落，甚至垂头丧气，结果陷入恐慌情绪，抛弃估值标准，急于低价抛售，不管价格多便宜都要卖，从而导致市场上出现很多物美价廉的便宜货。

投资人的目标是合理布局资本，从未来的发展变化中获利。投资人希望做到，市场上涨时自己投入的资本更多，而在市场下跌时自己投入的资本更少，持仓更多的是涨幅大或者跌幅小的资产，而持仓更少的是涨幅小或者跌幅大的资产。投资人的目标很清楚，问题是如何能实现这个目标。

第一步，决定你要如何应对未来。有些人相信经济预测和市场预测，相信按照这些预测的要求采取行动就会成功。如果这些预测表明会有有利的事件发生，那么相信预测的人会更加激进地投资；相反，如果这些预测表明会有不利的事件发生，那么相信预测的人会更加保守地投资。

我已经明白地说过了，我不相信预测。关于未来会发生什么，只有极少数人知道得比别人更多，而且他们能够靠这个本事来提高投资收益率。要衡量预测的成绩，我们可以利用两个指标：一是从事件本身来看，有人比别人预测得更准，二是从结果来看，有人取得的投资业绩比别人取得的更好。不过，按照这两个指标来衡量，大多数人预测成绩的历史记录都相当糟糕。确实，每隔一段时间，就会有人做出一次非常辉煌的成功预测，并扬名天下，但是通常他们给出的所谓准确的下一次预测，即使过上很多年，也无法实现。

既然大多数人都缺乏这种看透未来的能力，我们如何能够现在就布局投资组合来应对不可知的未来？我认为，答案大部分取决于我们理解市场现在所处的周期位置，以及其所传达的市场未来的走势。正如我在《投资最重要的事》中所写的：“我们也许永远都不知道我们将来会去哪里，但是我们最好搞清楚我们现在正在哪里。”

要做到这一点，我们需要总体上理解周期的基本特点：什么因素导致周期运动？什么因素导致周期走极端，冲向顶峰或低谷？什么因素导致周期走到极端又反转回归？前面我们已经讲过，值得我们关注的关键的周期因素有：

- 旋律相似：基本的主旋律会重复出现，历史过程往往会像诗歌的韵律一样十分相似。
- 有起有落：事物往往会有起有落，特别是那些人性能决定的东西。
- 环环相扣：周期的前一波发展都会影响下一波的发展变化。
- 彼此相关：不同种类的周期互相作用，互相影响。
- 心理推动：心理情绪在推动周期性现象超越理性水平上扮演着重要角色。
- 常走极端：周期往往会走向极端。
- 浪子回头：周期往往会走到极端后反转，回归中心点。
- 再走极端：周期回归中心点后，并不停留，而是一晃而过，走向另外一个极端。

这只是概括了影响各类周期的共同因素。此外，我们必须牢牢记住，还有一些特殊因素会影响市场周期：

- 经济企业：经济周期和企业盈利周期，二者塑造了投资环境。
- 心理情绪：投资人心理和情绪往往会随环境的变化过度反应。
- 风险态度：有时候，投资人会觉得风险根本不存在，有风险也没关系，而有时候，投资人认为风险巨大，完全无法逃脱，甚至是致命的。
- 估值水平：有些时点，市场定价只反映了利好因素，甚至还会过度反映；可是也有一些时点，市场只反映了利空因素，忽略了所有利好因素。

这些就是市场周期的基本面，既有影响一般的周期运行的普遍因素，又有影响特别大的特殊因素。我们必须感知周期、注意周期、倾听周期。我们必须运用我们积累的经验和知识，评估现在市场所处周期的位置，从而帮助我们判断未来市场的走势，以及我们该如何采取行动应对。

~~~

你有了以上对周期的深刻理解，相当于进入投资丛林时身穿更好的装备。我们现在转向第一个任务，搞清楚自己所处周期的位置。

讲了这么多周期的知识，关键是什么？关键是我们要知道现在投资人的心理周期和估值水平周期的钟摆摆到了什么位置。有时候，投资人会拒绝买入，甚至还要卖出，因为这个时候，大多数投资人的心理过于积极，给予股票过高的估值水平，导致股价飙升到顶点。有时候，投资人应该买入，因为这个时候大多数投资人看到市场一直下跌，心理和情绪低落，甚至垂头丧气，结果陷入恐慌情绪，抛弃估值标准，急于低价抛售，不管价格多便宜都要卖，从而导致市场上出现很多物美价廉的便宜货。正如约翰·邓普顿爵士所说的：“在别人都沮丧地卖出的时候买入，在别人都贪婪地买入的时候卖出，这要求你有极大的勇气，也会给予你极大的回报。”

周期上行阶段，市场价格从公允估值水平上升到过高估值水平，并通常和某些重要因素一起出现：

- 基本面普遍都是好消息；
- 投资人对基本面事件进展感觉很满意；
- 媒体一致采取乐观的态度解读事件；
- 投资人对媒体乐观的看法毫不怀疑地接受；
- 投资怀疑程度下降；
- 投资人风险规避罕见；
- 信贷市场窗口大开；
- 投资人情绪普遍都是积极乐观的。

相反，价格暴跌阶段，从公允价值水平跌到过度低估水平，并通常出现以
~~~

下部分或全部标志性现象：

- 基本面普遍都是坏消息；
- 基本面事件进展不利，拉起了警报；
- 媒体的报道都是高度负面的；
- 投资人全盘接受媒体恐慌性的报道；
- 投资怀疑程度强劲上升；
- 投资人风险规避大幅上升；
- 信贷市场“砰”地猛然关闭；
- 投资人情绪普遍都是沮丧失望的。

问题是我们如何判断现在市场处于周期的位置。重要的是，那些助推市场大涨的因素，都从估值指标上反映出来了：股票的市盈率、债券的收益率、房地产的资本化率和收购的现金流倍数。这些估值指标大幅上升，明显高于历史正常水平。所有这些指标都是潜在收益率降低的先行指标。市场崩盘导致资产价格大跌，估值水平跌到低点，情况和牛市正好相反。这些因素都能被观察到，也能做量化分析。

此外，有一点可以大大帮助我们理解周期的定位，就是仔细留意投资人现在的行为。我们要理解市场周期传递的信息，并对市场周期做出反应，认识下面这点的重要性超过其他所有东西：投资风险并非主要来自经济、企业、证券、股权证明和交易所大楼，而是主要来自市场参与者的行为。大多数能获得高回报的投资机会，也源于此。

投资人小心谨慎地操作，显示出风险规避的态度，充满怀疑主义，抑制乐观情绪。在这个时候，证券价格倾向于合理反映其内在价值水平，由此让证券市场变成一个安全、正常的地方。相反，投资人如果变得非常兴奋狂热，过度热衷于追涨买入，就会推动市场价格大涨，达到过高估值的危险水平。而投资人在沮丧失望的时候，就会恐慌性地抛售卖出，价格就会暴跌，跌到过低估值的水平。

沃伦·巴菲特告诉我们：“别人处理自己的事情越不谨慎小心，我们处理自己的事情就越要谨慎小心。”其他人都狂热兴奋的时候，我们应当恐惧害

怕。其他人都恐惧害怕的时候，我们应当变得更加积极乐观。

决定你投资业绩的关键，不在于你买的东西是什么，而在于你买东西的价格有多高。你付的买价，即证券的市场价格及其相对于其内在价值而言的估值水平，取决于投资人的心理，以及由此导致的投资行为。能够在既定的市场环境下做出适当的投资行为，很大程度上取决于正确评估市场上其他投资人的情绪和行为。你得知道现在市场的情绪温度，是热得像火烧一样，致使价格太高，还是冷得像冰冻一样，导致价格便宜。

我在2006年3月写的投资备忘录《本来如此》，还有我上一本书《投资最重要的事》里面都收录了一份市场评估指南（见表13–1），我想不出理由不把它也收录在本书里，也找不出更好的内容替代。请注意，这些市场评估要点，既不是经过科学论证得出的，也不是经量化得出的，事实上也无法被量化，甚至看起来有些好玩儿。但是对照这些要点去评估市场，能让你对观察到的东西找到一种感觉：

**表13–1 市场评估指南**

| | | |
|---|---|---|
| 经济现状 | 生机勃勃 | 停滞不前 |
| 经济展望 | 正面有利 | 负面不利 |
| 贷款机构 | 急于放贷 | 缄默谨慎 |
| 资本市场 | 宽松 | 紧缩 |
| 资本供给 | 充足 | 短缺 |

| | | |
|---|---|---|
| 融资条款 | 宽松 | 严格 |
| 利率水平 | 低 | 高 |
| 利差水平 | 窄 | 宽 |
| 投资人 | 乐观<br>自信<br>渴望买进 | 悲观<br>忧虑<br>无心买进 |
| 资产持有人 | 乐于持有 | 急于卖出离场 |
| 卖家 | 稀少 | 众多 |
| 市场 | 人群拥挤 | 乏人问津 |
| 基金 | 申购门槛高<br>每天都发新基金<br>基金管理人说了算 | 向所有人开放申购<br>只有最好的基金才能募资<br>基金投资人有话语权 |
| 近期业绩表现 | 强劲 | 萎靡 |
| 资产价格 | 高 | 低 |
| 预期收益 | 低 | 高 |
| 风险 | 高 | 低 |
| 流行风格 | 激进<br>四处投资 | 审慎且自律<br>精挑细选 |
| 正确风格 | 审慎且自律<br>精挑细选 | 激进<br>四处投资 |
| 易犯错误 | 买进太多<br>高价追涨<br>承受太多风险 | 买进太少<br>离开市场<br>承受太少风险 |

我在这份市场评估指南的使用说明中说道："请针对每一组特点，勾选出你认为最能描述市场两端的词，如果你发现你和我一样，打钩的项目大多数都在左边那一栏，那么赶紧捂紧你的钱包。"

这些指标告诉我们，现在市场所处周期的位置以及未来市场的走势。因此，这些指标能帮我们"测量市场温度"，这是我的比喻。我在《投资最重要的事》里的描述如下：

我们如果是警觉的，是留心的，就能够评估我们周围那些人的行为，并以此来判断我们应该做什么。

这里最关键的成分是“推断”——这是我最喜欢的一个词。每个人都能通过各种各样的媒体了解每天发生的事情，但是有多少人能够理解这些事背后所折射出来的信息：市场参与者的心理是什么样的，投资气候是怎样的，我们应该如何应对。

简单地说，我们必须努力想明白周围发生的事情的含义。当其他人无所顾及，充满自信地激进买入时，我们应该高度谨慎。当其他人都吓得一动也不敢动，或者恐慌性地割肉卖出时，我们应该变得更加激进。

所以看看你的周围，问问你自己：投资人乐观还是悲观？媒体名嘴认为：现在的市场，投资人应该加仓买入，还是应该避开？新型的投资方案很容易被市场接受，还是被拒绝？证券发行和基金放开申购，被视为是发财的机会，还是亏钱的陷阱？信贷周期现在的阶段是资本更容易获得，还是资本更难得到？市盈率参照历史水平来看，是过高还是过低？信用利差收窄还是加大？

所有这些因素都很重要，但是它们都不需要预测。我们可以做出非常优秀的投资决策，只需要仔细观察现在的情况，并以此为基础去做决策，而并不需要猜测未来会如何。

关键是你要留意这些事件，让事件告诉你应该做什么。虽然市场沿着周期曲线行进的时候，并不会天天大声高喊“采取行动”，但是市场周期走到极端时，确实会如大喊大叫一样发出强烈的信号。这时倾听市场发生的声音非常重要。

事情随时都可能发生，从而影响世界、经济和投资环境。没有人能够研究、分析、理解所有事情，并将它们全部纳入自己的投资决策，也没有人需要这样做。不管怎么样，每个周期都会发生不同的事件，按照不同的顺序，产生不同的结果。

我在这里想表达的观点是，并非所有的细节都重要。关键是抓住三个重点：第一，搞清楚什么是最重要的事；第二，推断那些最重要的事现在是什么情况；第三，从这些推断中得出结论：最能概括现在投资环境总体特征的事是哪几件，以及我们应当采取什么样的行动。换句话说，要与周期的步调保持一致，要同周期一起与时俱进，在周期出现重大变化时，我们的投资行动也要相应地做出重大改变。

可是具体来说，市场周期走到极端，会不可避免地出现估值水平过度偏离历史正常水平的现象。估值水平，是投资人心理产生的结果，也是投资人心理失常的症状和指示器。

我上面所列的这些心理和情绪因素的最大影响，就是让投资人相信过去的估值指标已经变得无关紧要了，你可以完全不予理会。投资人情绪很高，市场价格会涨得更高，让他们高位追涨买入也能赚钱，这时候他们发现很容易找到理由，解释这些资产应当不受历史正常估值水平的限制。这种解释通常会用一句话开头："这次不一样了。"仔细留意，这是一个凶兆，代表投资人的警惕怀疑态度消失了。与此类似，在市场崩盘时，资产价格之所以会暴跌，通常因为投资人内心认定，过去支持估值的因素没有一个值得信任。

所以要理解我们现在所处的周期位置，我们要依赖两种形式的评估：

> 第一个是完全定量分析评估：评估市场价格的估值水平。这是一个合适的评估起点，因为如果估值水平没有偏离历史正常水平，市场在上涨和下跌的两个方向上就不可能走过头。
>
> 第二个是基本定性分析评估：看清我们周围正在发生的事，特别是投资人的行为。重要的是，我们即使在观察这些非量化现象的时候，也有可能做到有条不紊。

关键的问题可以被归纳为以下两个：这些资产如何定价？我们周围的投资人如何行事？评估这两个因素，持续地评估，而且用一种严谨的方式，会对你的投资决策非常有帮助。回答这两个问题，会让我们判断出我们现在所处周期的位置。

快到结束这个话题的时候了，我想重复一下我过去一直唠叨的东西：即使你测量的市场温度准确无误，它们也不能告诉你接下来会发生什么……最多你只能从中判断未来走向。

市场周期每次都不同，包括波动幅度的大小、速度快慢和持续长短。市场周期的波动并不是非常规律的，能让我们根据历史推断未来。因此，从周期现在所处的某点来讲，市场可能会朝三个不同的方向运动：向上、平行和下行（见图13–1）。

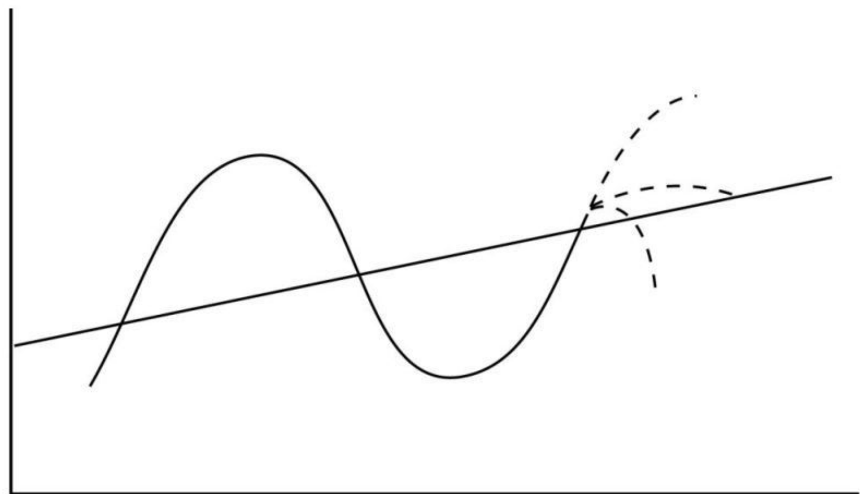


图13–1 周期未来三种走向

但是这并不意味着，向这三种方向运动的可能性都是相同的。我们不管处在周期的什么位置，都要受到趋势性或者可能性的影响，即使趋势性或者可能性并不能完全决定未来周期的发展变化。在其他条件相同的情况下，如果市场正处在周期的高点，那么市场向下修正的可能性更大，继续上涨的可能性更小。反过来，如果市场正处在周期的低点，那么市场向上反弹调整的可能性更大，继续下跌的可能性更小。这并不是说市场周期的趋势一定会这样发展，但是我们跟着市场周期的趋势走，会更安全。评估我们所处的周期位置，并不能告诉我们接下来会发生什么，只能告诉我们发生何种情况的可能性更大，发生何种情况的可能性更小。但是，对于投资决策者来说，其中有用的信息已经很多了。

～～～

要学会识别市场周期是否走过头，最好的方式就是分析真实的案例，看看周期走到极端的时候发生了什么事情。因此接下来，我会评估最近两个泡沫的形成过程，以及随后而来的大崩盘。尽管这两个泡沫并不相同，但是它们都表明测量市场温度的重要性：

第一，让我们回顾一下20世纪末到21世纪初的快速上涨的股票市场，特别是网络股泡沫的形成。在此期间，警觉的投资人应该注意到哪些情况：

- 20世纪最后10年，美国享受了历史上持续时间最长的经济和平增长

时期。

• 1996年12月，美国标准普尔500股票指数达到了721点，时任美联储主席艾伦·格林斯潘质问道：“我们如何知道不是非理性繁荣过度推高了资产价格？”但是从此之后，他再也没有说过非理性繁荣这件事，即使后来标准普尔指数在2000年达到了1 527点，他也没有再说过非理性繁荣。

• 1994年，沃顿商学院的杰里米·J. 西格尔教授出版了《股市长线法宝》一书。他在书中指出，股票长期无法跑赢债券、现金、通货膨胀的情况，历史上从来没有出现过，也就是说，股票长期收益率从来都是跑赢债券、现金、通货膨胀的。

• 芝加哥大学研究专家此前得出结论，美国股票投资的正常收益率为每年9%。20世纪最后10年，标准普尔指数平均年收益率接近20%，比历史平均水平高出1倍多。

• 股票市场表现得越好，投资人配置到股市上的资本就越多。对于科技股来说尤其如此，因为科技股当时是市场的领头羊。

• 更多的科技股纳入像标准普尔500这样广泛被认可的股票指数，意味着采用指数投资和准指数投资策略的投资机构必须买入更多的科技股，才能跟住指数。这又导致科技股进一步上涨，而科技股上涨又会导致更多的资本买入科技股。这是一个典型的良性循环，没有人认为这种良性循环会停止。

• 大多数“新经济企业”根本没有盈利，让这些企业的股票挣脱了传统市盈率估值标准的束缚，那种股票应该保持合理市盈率水平的要求，对于这些企业来说毫无意义。没有盈利，当然就没有市盈率。

• 在泡沫后期，有些网络股上市的首日收盘价会比发行价上涨很多倍。此时，投资人愿意以比发行价高很多倍的高价买入这些股票。这些买家可能认定了两点：第一，这些企业的创始人一直非常高兴卖出这些股票，卖出的价格只是其真实价值的一小部分；第二，这些创始人很懂企业却不懂股票，对股票价值的了解并没有比买家多。这两个结论都根本站不住脚。

• 为了能沾上这种神奇股票的魔法，快速赚大钱，也为了避免遭受站在一边眼睁睁地看着别人赚钱自己却没赚钱的痛苦，投资人开始参与那些根本没有盈利（有些甚至没有收入）的企业新股盛宴，只要是新股，人们就会去抢，其实投资人对这些企业的经营模式知之甚少，甚

至一无所知。

- 1999年有一本新书出版，书名是《道指36 000点》，该书的作者是詹姆斯·格拉斯曼和凯文·哈西特。他们认为，因为股票的风险实在太低了，所以股票并不需要提供像历史水平那么高的风险溢价。这意味着股票的价格应该马上上升到更高的水平，这样提供的预期收益率就降低了，其风险溢价水平也就降到了低于历史水平。按照这个逻辑来推断，目前道琼斯工业平均指数只有10 000点，太低了，应该上升3倍以上，达到36 000点，这才是合理水平。

- 由于成长股和科技股狂涨，标准普尔500指数的市盈率最高达到原来的33倍，比“二战”之后的历史平均市盈率高出1倍，创造出标准普尔500指数自诞生以来市盈率的最高纪录。

出现了什么情况？

- 频繁传出经济好消息；

- 很多文章和书都乐观看涨；

- 投资人行为轻率，无忧无虑，根本不考虑风险这回事；

- 投资收益率高到不寻常的程度；

- 和历史平均水平相比，股票估值水平极高，高得离谱了；

- 投资人普遍愿意高价买入，尽管这样的价格按照基本面分析根本不合理；

- 相信股市是一个永动机，会永远不停地涨。

最后一点特别重要。每个泡沫在刚开始时，还是有一些真实成分的，我在前面也说过。但是后来泡沫被越吹越大，过高估计了基本面的实质内容和企业未来盈利的潜力，投资人的警惕心暂时消失了，大家都普遍相信，公司会永远增长下去，股市会永远上涨。

当然，投资人要是客观地测量股市温度，就会知道，泡沫被吹得太大，迟早会破裂，落到地上，最后只剩一地碎末。我在2000年1月所写的投资备忘录《网络科技泡沫》中，描述了一些网络股泡沫破裂的现象：

• 网上杂货零售商Webvan，1999年开始营业，当年第3季度实现销售收入3 800万美元，盈利35万美元。2000年1月这家公司的股票市值为73亿美元。

• 1999年12月9日，高科技公司VA Linux的股票上市，发行价为每股30美元，上市首日大涨698%，达到每股239美元，公司股票市值达到95亿美元，相当于苹果公司的一半。到上市那一天为止，这家公司1999年实现的销售收入为1 770万美元，亏损1 450万美元（相比之下苹果公司最近12个月盈利6亿美元）。

• 电子商务股的市盈率实在太古怪了，它往往是负值，因为大多数电商股没有盈利。华尔街被逼得实在没办法了，只能看市价与每股销售收入的比值，即市销率，把它作为替代估值指标。以红帽公司为例，按照1999年8月那个季度折算成的年化销售收入来看，其股价相当于年销售收入的1 000倍，即市销率为1 000倍。

• 在非电商股的高科技企业中，雅虎公司的市值高达1 190亿美元，比美国两大汽车股通用汽车和福特汽车的市值之和还要大。雅虎2000年1月的股价为每股432美元，按照其1999年预期每股收益计算，市盈率正好超过1 000倍。

在这样非同寻常的环境下，1999年12月10日的《华尔街日报》刊发了一篇文章：“现在要猜测一家公司的业绩表现，其股票估值具有非同寻常的指示意义。”换句话说，在缺乏其他信号的情况下，投资人把股价看作指示器，以股价高低来衡量公司业绩表现。这是不是历史的倒退？在很久以前，投资人先要搞清楚一家公司的业绩表现，然后再设定一个能反映公司盈利能力的合理股价。

在这种估值标准处于真空的状态下，“乐透彩票式的思维模式”似乎主宰了购买决策。传统的股票投资模式，基于预期收益和市盈率水平计算，按照目前价格买入，投资人将来的收益率不可能超过20%或30%。但是科技股和网络股则基于概念，收益率预期可达到1 000%。推销股票时，经理们也许是这样讲卖点的：“我们正在给这家公司寻找第一轮融资，公司估值为3 000万美元，我们预计再过两年就会公开发行股票上市，到那个时候公司估值就是20亿美元。”或者，“公司发行新股的定价是每股20美元，上市当天就会涨到100美元，上市半年就会涨到200美元。”

你想像买彩票一样买这种股票赌一把吗？你要是说不，拒绝买入，就会错过赚大钱的机会，你受得了吗？

> 总会有一些想法、股票、新股出现，能让参与其中的人赚到很大一笔钱。但是过去参与其中的压力不像今天这么大，因为过去成为赢家不过是成为百万富翁，而不是赚到几十亿美元成为超级富豪，而且这需要很多年，而不是仅仅几个月。现在这种参与新股的股票交易和过去的股票交易完全不同，你买新股就和买彩票一样，花1美元来买，最多亏损1美元，但是买到新股就能赚100美元。第一，盈利太高了，简直令人无法抗拒；第二，投资成本很小，所以人们并不需要非常高的成功概率，偶尔成功一次就赚大了。我过去说过，尽管市场通常是由恐惧和贪婪驱动的，但是有时候，市场最大的驱动力是害怕错过赚钱的机会。这一点从来没有像现在这样真实。这只会增加你必须加入赌局的压力，必须在危险的树枝上向前爬得更远。

关键是在一个像网络股一样极端的泡沫里，理性的投资人并不需要做出精细的区分。你所需要做到的，只不过是识别出疯癫、愚蠢的行为。我作为一个旁观者，用一种超然的、独立的、不带感情的方式观看这场投资游戏，而不是像那些身在其中的人，带着感情色彩来看待一切。我觉得，这个科技股和网络股的疯狂投资泡沫，就像安徒生童话中《国王的新衣》一样。那些参与游戏的人，都想让事情继续发展下去，没有人愿意站出来说实话——国王根本没有穿衣服。我们刚才描述的这些变化，就是群体性疯狂的信号，而群体性疯狂是每个泡沫都必定包含的成分。

那些在20世纪90年代靠股票大涨、发家致富的人，特别是那些通过买科技股和网络股发了大财的人，以此来预言一个繁荣的新时代到来了，一个创造财富的新时代到来了，因为这些人在享受到股票投资高回报之后所做出的反应是，进一步提高对未来收益的预期（正如古雅典雄辩家德摩斯梯尼的一句名言所说的："每个人想什么，就会信什么"，查理·芒格也曾经引用这句话）。但是更加冷静的头脑会分析得出结论，对于那个年代在这种兴奋狂热的情绪驱动下买入的股票，人们付出的买价要大大高于其内在价值，其实透支了公司未来的业绩，负面影响很大，但这也意味着股市将会下跌向下修正。一两年后股市大跌的事实证明，这种判断是对的。

最终的结果是从2000年到2002年：（1）美国股票市场连续三年下跌，从1929年到1931年，市场都处于大熊市阶段，这是近70年来第一次连续三年下跌，标准普尔500指数从顶峰到谷底累计下跌49%（不含股息收入）；（2）科技股暴跌；（3）很多互联网和电子商务股票跌幅达100%。

~~~

大家通常认为，泡沫在膨胀时给人的感觉很幸福，而泡沫在泄气收缩时给
~~~

人的感觉很痛苦。泡沫膨胀是由过度乐观和过度信任的心理因素驱动形成的；而泡沫收缩让投资人损失惨重，教训深刻，投资人肯定从此更加理性慎重地投资。但这也意味着，再过10年甚至20年，市场才会形成下一个类似的大泡沫。实际情况并非如此。因为这一点实在太重要了，我要再次引用约翰·肯尼斯·加尔布雷斯关于人类吸取金融教训的评论：

> “助长金融市场狂热兴奋的因素还有另外两个，不论是在我们这个时代，还是在过去的时代，都极少有人注意到。第一个因素是，人们在金融投资上的记忆极其短暂。后果是对那些金融投资大灾难，投资人很快就完全遗忘了。更进一步的后果是，同样的或者非常相似的情形再次出现，有时距上一次发生才过了短短几年，却受到新一代投资人的一片欢呼。新一代投资人，通常很年轻，总是非常自信，称其为卓越的重大创新发现，会改变金融世界，甚至改变整个经济世界，却不知道这种事情在历史上造成了金融大灾难。

网络股泡沫结束短短几年之后，市场中就开始出现导致次贷繁荣兴起的事件。关于次贷危机，本书前面已经讲得够多了。这些导致次贷危机的事件提供了一个极好的案例，说明周期过度摆动是如何建立在错误的基础之上的：

- 正如我前面所写的，一些美国领导人断定，让更多的人拥有自有产权住房，只会带来好处。

- 那些负责发放抵押贷款的联邦政府机构得到了上面的指示，开始大幅放宽抵押贷款条件，买房人拿到房贷更容易，拿到的房贷也更多。

- 利率下调，每个月还的利息少了，每个月工资收入供得起房贷的人更多了，这也意味着更多的人买得起房了。

- 更多人买得起房了，抵押贷款也更容易拿到了，导致买房的人增多，房子的需求也开始增长。

- 需求增长导致房价明显上涨。“房价长期只会涨不会跌”本来不符合历史事实，完全是谬论，现在房价一涨，却成了被人人接受的真理。信它的人越多，就会有更多的人买房，他们害怕再不买，房价就又涨了，结果推动房屋需求进一步增长。

- 更多的大话空话流行起来，比如“绝对不可能会有全国性的抵押贷款违约浪潮”，由此导致市场普遍接受抵押贷款支持证券可以作为投资

的首选，特别是金融机构投资的首选。

• 华尔街搞出一个模型，把那些平常、乏味，却也可靠的房屋抵押贷款证券化，变成信用分级的债务抵押债券（CDOs），它们摇身一变，成了新一代高收益率低风险的金融产品。

• 构建和销售债务抵押债券和其他抵押贷款支持证券（MBS），让银行的盈利大幅增长。

• 由于放松管制让银行能够实质性地运用更大的杠杆，所以让银行拥有规模巨大的资本，可以被用来投资这种创建抵押贷款支持证券所需要的权益资产。

• 华尔街把抵押贷款支持证券大量包装出来，其规模发展迅速，在此过程中市场创造出巨大的原材料需求：新发放的抵押贷款。

• 华尔街把由于次级抵押贷款包装成证券，然后再被贷款机构转手卖出去，而不是像过去那样留在自己手里，所以贷款机构关注的重点，从借款人的资信转移到贷款数量上。贷款机构只需要支付一笔手续费，然后贷款就能马上被包装成证券转手卖掉，这样贷款机构不会有任何违约风险，因此贷款机构没有理由担心借款人的资信——反正我一转手就把它们卖掉了。很明显，这就给了贷款机构一个违背常理的激励（这会激励参与者做容易招来风险的事情，却不用担心后果。像这样的激励在全球金融危机中被称为“道德灾难”，后来这个术语被广泛传播。尽管人们现在不像在危机期间那样经常听到它了，但是这个概念还是在延续使用，而且仍然很危险）。

• “金融工程”理念标榜抵押贷款的安全性，这是由那些量化专家和博士提出的，其实他们很多人还是第一次参加工作。他们做模型来量化分析风险，却基于有漏洞的假设，即抵押贷款会如过去一样，继续保持互不相关，风险不高。

• 创造出大量的次级抵押贷款支持证券，意味着那些评级机构有很多生意要做，因为要销售这些证券，评级机构的评级是必需的。但是这些赚钱的活儿，肯定会被指派给那些愿意提供最高评级的机构。这直接导致花钱就能买评级，结果又创造出违背常理的鼓励行为，形成泛滥成灾的评级注水现象。

• 这些趋势导致那些评级机构给抵押贷款支持证券发出上千个3A信用评级（相比之下，美国几千家企业，只有4家企业得到了3A信用评级）。抵押贷款支持证券非常复杂，评级机构的人很明显能力不足，

无法完全理解。

- 银行和其他金融机构之所以买了大量抵押贷款支持证券，都是被风险管理技术忽悠的，比如风险价值模型（简称VaR），这些模型在很大程度上，依赖于时间短、风险不高的历史数据以及明显过度慷慨大方的信用评级，由此大大低估了买方承受的风险。

- 以上现象发生时，投资人好像根本没有察觉到风险，这种风险态度的典型特征是，到处散布着“风险已经消失不见了”的空话，这种风险态度也促进了以上所有现象的发生。

那么这个泡沫形成的根本原因是什么？我在2007年9月写的投资备忘录《现在一切都坏掉了吗》中总结归纳了原因：

一个标准的综合，证明其可以完美地引起泡沫：

- 潜在的贪婪；

- 周期上升阶段收益良好；

- 兴奋狂热和志得意满；

- 信贷市场的贷款成本几乎为零，而且人们很容易拿到贷款；

- 华尔街（证券投资机构）的鼓励和推销；

- 投资人太傻太天真。

促进市场上涨的发展变化很明显：

- 风险规避下降幅度巨大，这样一来，怀疑主义就消失了；

- 那些对住房和抵押贷款一概而论的正面总结，大家都普遍接受；

- 过度信任新的金融工具，比如金融工程和风险管理；

- 人们普遍没有看到，在此过程中对参与者进行不适当激励的影响。

抵押贷款支持证券市场形成泡沫，主要受三个心理因素影响：投资人的金融投资记忆很短、心理情绪容易过头和逻辑推理错误。此外，另外两个因素的影响也很大：

- 第一个因素是固定收益投资人没有经历过泡沫：因为新的泡沫是在抵押贷款这块儿土地上升起来的，而从整个金融市场来看，固定收益这个板块完全独立于过去科技股和网络股泡沫兴起的那个板块，固定收益板块吸引的是做固定收益的投资人和金融机构。这些做固定收益投资的投资人和金融机构以前不做股票，自然没有亲身经历过股市泡沫从形成到破裂的过程，没有亲身体验过泡沫的影响多么巨大，自然也没有从中吸取教训。

- 第二个因素是股票市场和债券市场表现都很差：历史上股市与债市一般是背离的，走势相反。股票不好而债券好，或者股票好而债券不好。最近股票表现得非常糟糕，让投资人很泄气，又加上鸽派的美联储降低利率，结果把固定收益投资的收益率拉低了。股市不行，债市也不行，投资人只能两条路同时放弃。他们向左走不通，向右走也不行，正当投资人感到走投无路的时候，有人告诉他们，有一种金融产品有收益却没有风险，于是这些正在发愁找不到投资出路的投资人很容易就上钩了。

趁现在这个机会，我们跑题一会儿，这很有意义。投资人一再犯下的最大错误，就是容易轻信无风险收益，一听到别人忽悠有种资产只有收益没有风险，就马上倾心。我称这种神奇的投资为“神奇银色子弹”，这个说法出自20世纪50年代一部美国西部电视剧《孤独的护林人》，里面有一个警察是神枪手。这是投资人会一再犯的错误之一。无风险、只有收益的资产就是德摩斯梯尼所说的那种“每个人都梦寐以求的东西”，但是这种东西根本不合常理。因为如果有一种资产，就像百发百中的神奇银色子弹一样，只赚不亏，那么你想想看：

- 为什么人家会把这么神奇的资产卖给你，而不是自己买下来赚大钱？

- 会不会所有人一听这么好的东西都抢着买，结果将它的市场价格推得太高了，高到天上了，赚钱就不再是板上钉钉的事情了？

我在投资管理这行干了50多年了，这种事情见多了，起码见过几十个这样的神奇投资产品流行一时，而且很多人都在推销宣传它们：高收益，零风

险，只会赚，不会赔，百年一遇，千万不要错过，错过后悔一生。可是，这些承诺却没有兑现。根本没有投资策略能够做到只赚不赔，只有收益，却没有风险。特别是对那些缺乏卓越投资技能的人来说，只赚不赔更是痴心妄想。特别高的投资回报只能来自卓越的投资技能（水平一般的投资人偶尔也会获得高回报，但只不过是因为他们运气特别好而已）。

就像我前面所说的，泡沫能被吹起来，一开始通常还是有几分真实性的。但是泡沫被吹得太大了，最终“砰”地被戳破，就会带来投资世界最大的痛苦。支撑泡沫的是盲从，投资人愿意相信只有收益没有风险的承诺，其实就是一个指标，它表明怀疑主义现在非常缺乏，投资人情绪过热，因此目标资产可能价格过高。你一定要留心这种投资神话，竭尽全力地抵制它，不要轻信上当。可是，很多人还是会上当，没办法，人性就是这样的，在泡沫来的时候，很少有人能做到不上当。

我总结如下：次级抵押贷款泡沫之所以形成，根源在于大家普遍相信，过去从来没有见过的行之有效的东西，将来会变得非常有效。当我们分析别人推销给你的投资产品和投资工具时，有两点是必须注意的：一要心存怀疑和保守假设；二要回顾历史，检验长期数据，务必包含一段痛苦难熬的时期。而在次贷泡沫中，这两点都明显缺失。

事实上，所有泡沫，至少可以说绝大多数泡沫，都有一个共同特点，即投资大众普遍忘记历史，相信未来：不加怀疑地接受历史上从未真实有效的东西；不加怀疑地接受高得非常离谱、偏离历史正常水平的市场价格；不加怀疑地接受从未经历史检验的投资技术和投资工具。

～～～

次贷泡沫证明了一个极其重要的有效原则——我此前没有讲过，这是我第一次把它讲出来——金融投资环境以及投资技术和工具的表现，并不是永恒不变的；正如我谈周期时多次说过的那样，这些东西会受到人的参与的影响。

根本不存在完全独立、不受参与者影响的市场，市场是由人组成的，没有人就没有市场。人在市场里的行为也在改变市场，参与市场的人的态度和行为变化了，市场也会随之变化。市场能改变人，人也能改变市场。

这样就形成了“动机—行为—结果”的连锁反应：

- 市场力量改变了参与者的动机，就像前面所描述的一样；
- 这些人改变了的动机又改变了这些人的行为；

• 他们改变了的行为很明显决定了结果。

一个至关重要的过程正在进行，我们可以明显地看到以下情况的发生：

• 人们分析历史得出结论：不会发生全国性的抵押贷款违约浪潮。

• 人们普遍接受这种有利的历史分析结论，导致大量资金投进抵押贷款支持证券。

• 人们普遍接受这种有利的历史分析结论，导致允许抵押贷款证券化做得更加激进。

• 人们普遍接受这种有利的历史分析结论，导致评级机构做简单的推论，从而给予抵押贷款支持证券很高的信用评级。

• 最重要的是，市场对抵押贷款支持证券的强劲需求，又创造出银行对其原材料，即抵押贷款的巨大需求；市场需要更多抵押贷款，直接导致银行急于发放抵押贷款；银行急于发放贷款，那么审核标准就会大大降低了。

• 以上的发展变化综合在一起，就会产生一个全国性抵押贷款的违约浪潮。

正如我前面所说的，贷款机构审核发放贷款十分轻率，造成了重大影响，可是当时基本上没有人注意到，从而导致20世纪90年代末到2007年所发放的抵押贷款违约情况很严重，远远高于历史上最严重的程度，也远远超过了证券化机构和评级机构能想象到的最糟糕的程度，更远远高于买方模型分析所得出的最糟糕的程度。人们对风险的忽视，在很大程度上创造了次级抵押贷款泡沫，而次级抵押贷款泡沫又导致后来的次贷危机。

我们关键要理解，投资人的行为能够改变市场，从而改变投资人预期市场能够带来的投资收益。这正反映了乔治·索罗斯的“反身理论”：

> “在人参与的情况下，这些参与者的……歪曲事实的偏见，会影响与其相关的情况，因为错误的观点会导致人产生不适当的行为。”
>
> （《索罗斯：反身理论》，《金融时报》，2009年10月26日）

你如果想要理解在经济世界和金融世界里事物实际上是如何运作的，就应该把次贷危机的这个教训牢记在心，永远不忘。

~~~

在次贷大繁荣时，次贷投资人相信次级住房抵押贷款和抵押贷款支持证券，会像永动机一样一直上涨。但如果想让这台永动机咯吱咯吱响，并最终停止下来，我们就只需要一两个假设失效，有些普遍规律开始发挥作用：

- 利率能够下降，同样也能够上升；
- 那些假大空的说法失效，再也撑不下去了；
- 不适当的激励会导致毁灭性的行为；
- 那些想提前量化分析风险的努力，往往都是徒劳的，特别对那种根本没有历史数据的新型金融产品更是如此；
- 在周期下行过程中，可能发生比原来设想的“最坏的情况”还要糟糕得多的事情。

所有这些事情出现的错误，事后来看，我们都清清楚楚，但是当时抵押贷款及抵押贷款支持证券的这些风险操作，却发生在金融世界中一个昏暗、偏僻的角落。因此，绝大多数投资人当时都看不到这些错误，包括首席投资官、投资策略分析师、股票投资人、另类投资基金经理、传统债券买家，甚至还有抵押贷款投资人。

在抵押贷款泡沫逐渐膨胀的时间里，在其引发全球金融危机之前，橡树资本很幸运，我们看明白了信贷周期在上行方向走过头了，因此市场变得更加不稳定、更加有风险。看到这一点，我们就开始采取相应的对策：卖出资产；把规模大的清算不良债权基金，替换成规模更小的基金；提升我们的风险意识和保守程度；募集一只基金，其规模比我们最大的基金还要大上很多倍，并把这些资金放在那里不动，静待我们预期会出现的不良债权投资机会——机会一旦出现，我们马上出手。

我们做出这些投资决策和行动的基础是什么？回头来看，这好像很容易……可是在做决策并付诸行动的那个时候，你从来不会觉得很容易。在次贷泡沫中，你真正需要做的，就是观察到以下基本情况：
~~~

- 美联储已经把基本利率降到了非常低的水平，目的是避开科技股泡沫破裂的不良影响，同时驱散大家对2000年计算机千年虫爆发的担心。

- 投资美国国债和高评级公司债只能得到很低的收益率，再加上网络股泡沫破裂后，2000年到2002年美股连跌三年，让投资人对股票市场非常失望。债券不行，股票也不行，投资人急于把资金投入其他替代性投资工具上。

- 投资人的投资记忆非常短暂，很快就忘记了痛苦，2000年科技股泡沫破裂，忘记了；2001年到2002年通信股崩盘，以及大公司连爆丑闻，也都忘记了。

- 因此，当时只有很少的风险规避（特别是在股票以外的其他投资领域里，只有股票现在还是不受青睐）。这让投资人急切地想要投资那些奇怪的、结构化的、人为合成的金融工具。

- 以上这些因素造成的结果是，市场敞开大门欢迎发行低质量的债券，欢迎结构条款很糟糕的工具，欢迎没有经过检验的另类投资工具。

这些都是我们观察到的实际情况，也是后来最能引起我们注意的东西。这些观察让我们发现，负面的趋势只有一步之遥。我感觉，我和搭档布鲁斯·卡什两个人，好像没有一天不跑到对方的办公室，抱怨新发行的证券实在太烂了。我们经常说："怎么会有这样的垃圾东西被发行出来。这肯定有问题，这个市场肯定有什么地方出问题了。"这些危险的交易告诉我们，市场上，恐惧、怀疑、风险规避的程度明显不够，贪婪、轻信、风险承受的水平正在上升。这些情况综合在一起暗示，市场未来趋势绝对不妙。

所有这些情况都是明摆在那里的，根本不容争辩。关键是你要做出这些观察，并分析得出合适的结论。你并不需要完全明白次级抵押贷款究竟哪里出了问题，也不需要去解构高度结构化的抵押债务债券。实话实说，我们也做不到。

顺便说一下，在抵押贷款泡沫形成的这些年里，股票并没有表现得很好，其市盈率倍数也没有高到离谱，经济并不繁荣（因此也不必然面临一场衰退），但是你如果观察到上面所列的这些现象，就可能会和我们得出同样的分析结论：现在是时候降低你的投资组合的风险量级了。这就是你真正需要做的一切。

后来抵押贷款泡沫破裂了，而且影响到相关市场，后果非常严重。你看看几个常用的投资指数在2008年的表现就知道了，你会发现，这一年所有市场都崩盘了。很明显，2008年，极端重要的事情就是把你的风险降下来（见表13–2）。

**表13–2 2008年大幅亏损**

| 投资指数 | 指数表现（%） |
|---|---|
| 标准普尔 500 股票指数 | –37.0 |
| 道琼斯工业平均指数 | –31.9 |
| 纳斯达克综合指数 | –40.0 |
| MSCI（摩根士丹利资本国际指数）欧洲、澳洲、远东股票指数 | –45.1 |
| 花旗高收益债市场指数 | –25.9 |
| 美林全球高收益债欧洲发行人指数（欧元） | –32.6 |
| 苏黎世杠杆贷款指数 | –28.8 |
| 苏黎世高收益债西欧指数（欧元） | –30.2 |

~~~

最后要讨论一下，我们应该如何观察市场周期走到了极端，以及我们该如何做出反应。为此我再次回顾2008年全球金融危机，在2008年9月雷曼兄弟宣布破产之后，市场普遍陷入极度恐慌。

尽管次贷危机也只是起源于金融世界的一个小角落，但是它的影响很快广泛传播，大家普遍都感受到了，特别是那些金融机构，由于过于低估其风险而重仓投资抵押贷款支持证券，所以它们的感触特别深。结果次贷危机影响到这些核心金融机构的生存，接着又像癌细胞转移一样影响到全球国家股票市场和债券市场，然后影响到全球国家的经济，形成了一场全球金融危机。

因此，就像我在前面所说的，货币市场基金和商业票据不得不由美国政府出面进行担保。大量著名的大银行和大型金融机构都不能兑付债务，甚至必须由政府紧急出手援助或者寻找其他金融机构吸收并购。没有人知道，这场金融机构遭受大屠杀一样的惨剧还能坚持多久。现在大家的普遍看法都是负面的：“金融体系可能会完全崩溃。”因为这是一个恶性循环，无休
~~~

无止，最后它只能因崩溃而停下来。

因为大家的普遍看法是情况会坏下去，所以制造错误的机器开始反转，开始制造相反方向的错误。没有贪婪，只有恐惧；没有乐观，只有悲观；没有风险容忍，只有风险规避。人们不能看到事件的正面，只能看到事件的负面。没有人愿意积极正面地解读消息，只会负面地解读消息。人们不会想到好结果，只会想到坏结果。这样一路发展下去，终于有一天走到极端了，这时候就连养老金基金都不能或者不愿意接受任何违约率假设，人们甚至觉得再低的假设也不够低，再保守的假设也不够保守。

什么是必不可少的观察？下面就是我在2008年10月写的投资备忘录《消极态度要有极限》中的看法：

> 逆向主义，就是你做的事情正好和别人做的事情相反，或者说是“逆风行驶”，要想投资成功，这一点必不可少。但是上个星期信贷危机接近顶峰时，大家都投降了，从顶风逆行，变成顺风疾行了。我发现，只有极少数人是乐观的，大多数人都是悲观的，只是悲观的程度有所不同，有些人甚至彻头彻尾地沮丧了，这些人中甚至包括我认识的几个投资界的大牛人。市场上还流行着更加消极负面的传说——即将发生大崩溃，到那时一切都完了——电子邮件里到处在传播。没有人愿意动脑子，而只要你怀疑地想一想：“说得这么恐怖，其实它根本不可能是真的。”这时人们唯一关心的就是怎么加强自己的投资组合的防御性，确保它能够安全地度过即将来临的大崩盘，或者卖出部分持仓，筹集足够多的现金以应对客户基金赎回。而只有一件事是这些投资人在上个星期都没有做的事，就是积极地买入证券。只有人卖出，没有人买进，所以价格一跌再跌，一下子跌了几个百分点，有一个古老的说法称之为“跳空缺口”。
>
> 通常来说，当听到别人都在说的事，看到每个人都在做的事时，你都要学会怀疑。也许有人会说：“不错，负面的看法也许被结果证明是真的，但是肯定已经被纳入市场价格了。所以你在这上面下赌注，是赢不到钱的。相反，如果结果表明那些负面的看法并不是真的，那么市场价格肯定会报复性地大涨，我们以现在令人沮丧的低迷价格买进的证券，就会有巨大的盈利可能。所以，我肯定要买进！”负面的看法，也许当时看起来不信都不行，但是只有正面的看法，尽管只有少数人相信，才有更大的盈利潜力，过去如此，现在仍然如此。

在这个市场周期走到极端的时候，所有的消息确实都是负面的……而且肯定不是想象出来的。面对这些坏消息，别人问我的问题是“这种情况还会

持续多久”以及“它会有什么影响”。既然资产的市场价格反映的只有悲惨绝望的悲观主义，我就会说这是接近于自杀一般的思维模式。获得投资盈利的关键在于，你一定要认识到，虽然现在面对的是千篇一律的坏消息，未来展望的是非常糟糕的前景，悲观主义的大方向也是对的，但是在程度上，人们仍然可能会过度悲观，因此资产的市场价格可能会变得过度便宜。

正是这种四处弥漫的悲观主义的市场氛围，激发我写下了投资备忘录《消极态度要有极限》。2008年10月，正好是信贷市场最低潮的时候。我在文中指出，就像我在上一章讨论风险态度时所说的那样，卓越投资人必须具有怀疑主义，“当乐观主义过度的时候，怀疑主义会召唤悲观主义；但是当悲观主义过度的时候，怀疑主义也会召唤乐观主义。”当然，在市场最黑暗的时候，人们缺乏的就是这种对过度悲观主义的怀疑主义。

雷曼兄弟2008年9月15日申请破产，此后不久我和布鲁斯·卡什分析得出了以下结论：没有人知道这场金融机构大崩溃还会走多远，但是消极负面的态度肯定会疯狂蔓延，有很大可能已经过度了，资产便宜得简直不可思议。我们俩从战略层面进行思考后，下定决心买进：如果整个金融世界都崩溃了，不管我们买还是不买，结果都是一样的。但是如果世界没有崩溃，而我们却没有买，那么我们就不配做资产管理这个工作了，身为基金管理人，该买的时候没有买，就是不称职。

于是，我们大量激进地买入债券。橡树资本每个星期都要投入超过5亿美元买进债券，从2008年9月15日一直到2008年年底，橡树资本连续15个星期一直在不停地买入。有几天我们觉得自己买得太快了，也有几天我们又觉得自己买得太慢了。后来，金融世界并没有崩溃；金融机构崩溃的恶性循环停止了，没有像雷曼兄弟那样完全崩溃；资本市场重新开放了；金融机构死而复生了；债务又能够再融资了；企业破产数量和历史相比非常稀少；我们买进的那些资产价格大幅上涨。简单地说，我们用心聆听周期，真值。

～～～

既然我们回顾了2008年后半年的市场气氛，所以这个时候很适合我们来讨论一下，在市场走向底部的过程中，投资人都有哪些行为表现。

首先，我们来谈一下，大家都在说的底部到底是什么意思。底部就是周期跌到最低价格的那个时点。因此底部可以被看作最后一个持有人也恐慌地卖出股票的那一天，从此再也没有人卖出了，从此后买方占了上风。不管什么原因，底部就是下跌的最后一天，因此底部就是市场到达最低点的那一天。（当然这些定义都是高度夸张的。“底部”和“顶部”，这种说法其实

指一段时期，而不只是一天。因此，最后一天这种说法在大多数时候仅是说说而已。）市场到达底部，从此后价格开始上升了，因为剩下的那些持有人再也没有一个会投降卖出了，或者因为那些买家现在买进的力度超过了那些卖家卖出的力度。

我在这里想要讲的问题是，“应当什么时候开始买入”。我要引用前面的章节中我提到过的一个说法——“跌落的小刀”—— 一个非常重要的概念。当市场快速下跌时，我们经常听到有人说，“我们可不会想去抓住跌落的小刀”，换句话说，“趋势是向下走的，根本没办法知道什么时候下跌会停止，所以我们非要现在去买吗？还是等到我们确认价格已经跌到底部，我们再出手买入吧”。

我想他们真正想说的是：“我们很害怕，特别害怕买在市场停止下跌之前，我们如果买入之后市场继续下跌，就太丢人了，所以我们还是再等等吧，按兵不动，一直等到市场确实到达底部了，一切尘埃落定了，不确定的事情都确定了，我们再出手买入，稳稳当当地赚钱吧。”但是到现在为止我希望自己已经说得非常清楚了，“等到尘埃落定了，等到投资人不再神经紧张、情绪稳定下来了，那些便宜货早就让别人买光了”。

在橡树资本，我们强烈地排斥这种等到确认底部后再开始买入的想法：

> 第一，我们根本没有办法知道市场已经到了底部。没有霓虹灯告诉你底部到了，欢迎你来抄底，这简直是在做梦。只有底部过去之后，我们才能确认原来那是最低的底部，因为底部的定义就是反弹开始的前一天。从本质上讲，只有事实发生之后，我们才能确认它是事实，事情没有发生之前只是可能。
>
> 第二，通常只有在市场下滑的时候，我们想要买的东西才能买得最多，因为这个时候，卖方才会在实在扛不下去了的时候宣布投降，大量低价割肉卖出，有人大量卖出，你才有机会大量买入。与此同时，那些不愿意“抓住跌落的小刀”的人都躲到一边，不敢出手。没有人跟你抢着买，你才能想买多少就能买多少。但是一旦市场跌到了底部，下跌停止了，按照定义，这个时候就没有卖家在卖出了，此后市场会迎来一波反弹，那就是买方主导的市场了。

我们就是在雷曼兄弟宣布破产之后，马上开始买入不良债权的，此后我们一直持续地买入，一直到2008年年底，这15个星期内市场价格一跌再跌。到2009年的第一个季度，其他基金经理慢慢地不再恐慌了，也镇定下来了，于是主动去找一些资本来投资。但是由于恐慌性抛售的卖方能卖的

资产都被卖完了，对于这些基金经理来说，想要大量买入又不推高市场价格，就为时已晚了。

就像投资世界的很多其他事情一样，梦想做到百分之百确定，又能把握时机精准无误，等待确认底部才开始买入，这就是一个极好的愚蠢例子。如果瞄准底部是错的，那么我们应该选择什么时候开始买入？答案很简单，看到价格低于内在价值，我们就应该买入。如果我买了之后，市场价格继续下跌呢？接着买，买入更多。在投资上，你要取得最终的成功，只需要做到以下三点：第一，估算内在价值；第二，控制情绪，鼓足勇气大量买入，有毅力坚定地持有；第三，耐心等待市场回归价值，市场会最终证明你的估值是对的。

~~~

表13–3反映了主要投资指数在次贷危机后那一年，即2009年的市场表现情况。2009年，投资能实现这么高的回报，表明投资人认识到周期走到负面的极端，在一片恐慌之中，能够买入（至少是一直持有），对投资成功是多么重要！

现在又是跑题的时间了：对比2008年大幅亏损的那张表，以及2009年大幅盈利的这张表，我们很容易得出结论，这两年的盈亏加在一起，基本上不亏不赚。比如，你投资100美元买了苏黎世杠杆贷款指数基金，2008年第一天买入，结果这一年你亏损了29%，到2008年年底你投资的100美元亏到只剩下71美元了。但是你继续一直持有，2009年你能赚到45%，到2009年年底你账上的资金涨到了103美元，两年下来你净赚了3%。表中所列的这些资产类型指数，2008年到2009年这两年总体业绩基本上都是不亏不赚的。

**表13–3 2009年大幅盈利**
~~~

| 投资指数 | 指数表现（%） |
| --- | --- |
| 标准普尔 500 股票指数 | 26.5 |
| 道琼斯工业平均指数 | 22.7 |
| 纳斯达克综合指数 | 45.4 |
| MSCI 欧洲、澳洲、远东股票指数 | 27.8 |
| 花旗高收益债市场指数 | 55.2 |
| 美林全球高收益债欧洲发行人指数（欧元） | 83.0 |
| 苏黎世杠杆贷款指数 | 44.9 |
| 苏黎世高收益债西欧指数（欧元） | 47.2 |

可是，特别重要的是，这两年中你做了什么。第一种操作是一直持有不动。你什么也不做，一直持有两年时间，第一年大亏，第二年会让你弥补大部分甚至全部损失，最终结果还不错，持有两年基本不亏不赚，和上面说的情况一样。第二种操作是底部割肉卖出。如果你丧失了信心，就会在市场跌到低谷时卖出，更惨的是，如果原来你买入时做了融资，加了杠杆，跌到平仓线，你就会收到追加保证金的通知，可是你找不到钱了，只能眼睁睁地看着你的账户被强行平仓卖出。无论是自己割肉卖出，还是让别人强行割肉卖出，你都深刻地体会到了下跌的痛苦，却再也没有机会体会到反弹的快乐了，因为你卖掉了，再大的反弹也与你无关了。所以尽管这两年市场整体来看，基本上是不亏不赚的行情，但是你因为在跌到底部时抗不住而割肉卖出资产了，所以你也亏惨了。

因此有一点非常重要，你一定要注意：一波下跌之后，卖出离开市场，由此不能参与后面的周期性反弹，是投资大忌。周期的一波下跌会让你的账面出现亏损，只是账面上一时的浮亏，并不是致命的永久性亏损。你只要能够一直持有，直到周期走到上升阶段，就能享受到大幅反弹的收益了，原来账面上的亏损也能弥补回来了。但是你如果在市场跌到底部时卖出了，就把一个周期向下波动所造成的账面浮亏变成了永久性的损失，这才是最糟糕的事。

弄懂周期，挺过周期的下跌阶段，坚持等到周期反弹阶段的到来，需要我们一要在情绪上有资本，能忍住不割肉，二要在财务上有资本，在需要时能追加保证金甚至补仓。要想投资成功，这两种资本都必不可少。

～～～

在我宣布橡树资本在全球金融危机中大胜，以及转到下一个话题之前，我要郑重声明：我和橡树资本的同事从这一轮周期中享受到的投资成功，并非板上钉钉的事。这是因为我们最终得到的好结果，并不是唯一有可能转化为现实的结果，这正如前面我们引用过的伦敦商学院的退休教授埃尔罗伊·迪姆松的话："风险意味着，可能发生的事情比将会发生的事情多。"我相信，如果汉克·保尔森、蒂姆·盖纳和本·伯南克没有采取他们当时所采取的那些行动，或者他们采取了其他不同的行动，或者他们所采取的行动并不是那么成功，那么金融世界一定会发生一场金融大崩溃，像大萧条一样的情形绝对会再次发生。要是这样，我们的这些投资举动，就不会像现在这样让我们欢呼庆祝了。

我害怕的是，人们回顾2008年的暴跌以及之后的复苏后，也许会得出结论：因为现在周期向下走了，所以你应该耐心持有，因为很快市场就会反弹，让你轻松地弥补账面亏损。可是，这是从这场全球金融危机中总结出来的错误教训，因为实际的结果要大大好于一些本来可能发生的"替代性历史"（纳西姆·尼古拉斯·塔勒布称，历史上本来也有可能发生的事件为替代性历史）。如果通过这样错误片面地总结历史所得出的错误教训，成为大家牢记的历史教训（我相信也许事实已经是这样了），那么这些片面错误的历史教训会把投资人引上错误的投资道路，让他们做出错误的投资行为，让下一次大起大落的繁荣–衰退周期的震荡幅度更大，这也许对投资人以及整个社会造成了长期严重的不良影响。

金融危机降临了，投资良机也随之降临了，它落到了在市场底部不断买入的橡树资本头上，也落到了所有"看多"而勇敢地买入并坚定地持有的投资人头上。当然，投资成功的前提是，我们当时在危机之中推测的未来趋势成了现实，我们当时为应对未来而对客户资金的投资组合重新布局的做法是正确的。这很大程度上是因为我们对心理周期和市场周期的运行模式有了感觉。我们既然无法预测未来会发生什么，就跟着周期走，跟着你对周期大趋势的感觉走。这是每个投资人都能做到的最好选择。

～～～

泡沫和崩盘都有自己的模式：或者合乎逻辑，或者不合逻辑，其关键是从这一次发生到下一次发生的过程有相似的模式，就像诗歌的韵律一样，字句虽然不同，韵律却很相似。这一章中我们讲的两个大泡沫和一个大崩盘都表明，周期的波动震荡会达到极端的程度。我希望这三个案例分析能够给大家提供一些指引，帮助你们掌握如何识别周期以及应对周期。

我最后总结了三大要点：

• 第一，我所描述的周期运行过程中的每一个要素，前提是投资人能够别让情绪和偏见阻碍客观公正的观察。

• 第二，推断出至关重要的结论，然后据此采取合适的行动，并不要求你对未来做任何预测。你只要描述出来实际进程就很有说服力了，并不需要你去猜测未来会怎么样。那些事件及其所导致的周期波动过度，就可以为你指明采取什么样的投资行为可以获利。

• 第三，不过，尽管我说事件本身都是很明显的，而且它们的含义是显而易见的，但是我想要非常郑重地声明，人身在其中时，没有一件事情是很容易能做到的。即使是我们中间能力最强而且情绪最冷淡的人，也会受到一样的信息输入和情绪刺激的影响。尽管我们从来无法确定，但是我们仍然可以做正确的事情。尽管导致全球金融危机发生的那些错误很容易被识别，但是这些错误什么时候能得到修正，却超出投资人的预测能力。投资人能做的最好的事，也就是跟着希望和曙光去做。但是他们必须牢记约翰·梅纳德·凯恩斯所说的那句名言："市场保持非理性的时间，比你保持不破产的时间更长。"



就要结束如何应对周期事件这个话题的讨论了，我再额外提供一个真实的案例，它发生在1991年。杠杆并购在20世纪80年代特别繁荣，这要感谢并购公司的买家有能力得到大量的债务资本，经常能达到收购总价的95%。这导致很多公司在并购之后背负了巨大债务，后来遇到经济衰退，它们根本没有能力还本付息，结果出现了大量违约和破产的情况，形成了高收益债的第一次危机。此时我们的不良债权投资基金2号和2号b基金刚刚募集成立不久。我当时对环境是这样评估的（参看1991年1月23日我给这两只基金投资人写的信）：

总体来看，不良公司债的市场价格在1990年是下跌的。这波下跌有些是由基本面驱动的，所有资产的市场价值都随着经济疲软而缩水，有些则是因为"技术面"，这种债券的供给暴增，买家灰心泄气地退出了市场。

经济和市场心理气氛变得更加糟糕，让不良债权市场出现了很多物美价廉的便宜货。它们预期收益率高，价格却非常便宜，而且买家稀少，我们在购买时就能挑挑拣拣。投资环境令人沮丧，气氛消极。多数不良债权，在你买了之后，市场很快又会出现卖家报出更低的价格想要卖出，市场上根本没有热情，只有冰冷。

> 这正是我们投资操作最想要的环境。相反，买家自我欣赏，得意扬扬，互相击掌庆祝，因为他们买的每个证券的价格第二天都涨得更高，这让他们觉得自己很聪明。这个时候，“痛苦指数”太低，买家浑身是胆，再高的价格也敢追，我们想找便宜货就太难了。
>
> 现在的情况完全不一样了，市场非常冷清，我们更有可能找到便宜货，和市场天天上涨、大家越买越涨、人人都很开心的时候相比，便宜货显然更多了。很少有买家通过竞争性报价，推高我们想要买的东西的价格。每次我们买的价格都更有可能成为“底部”，而不是“顶部”。简单来说，对于像我们这样的逆向投资人来说，这是一个好时代，有大把逆向投资机会可以让我们投入资金大量买入。

我们千万不能这样假设，即开始投资的那一天，就正好赶上经济和市场跌到谷底的那一天。我们最大的愿望是，市场创出低点的机会能够出现在我们积极主动地投资买入资产的那段时期里，在市场创出最低点之前或者当时或者之后，我们都会一直不断地买入。

这是一个实时测量市场温度的很好案例……这不仅仅因为我本人给市场测量温度，也不仅仅因为结果表明我们在底部买入是对的（我们当时管理的不良债权基金有的创出了我们历史上的最高业绩纪录），而且因为测温度让我们阻止了妨碍投资人出手低位买入的沮丧情绪，鼓励他们勇于出手在底部买入。这个案例表明，在买家知道市场环境“令人沮丧”，市场行情“跌跌不休”，投资账户“亏亏不止”后，这些因素往往把买家都吓跑了，但是市场价格下跌对于买家来讲是好事，而不是坏事。

理解事情的含义，而不是事情带给投资人的感觉，这是第一步。从此你将开始从感性投资走向理性投资，在正确的时间做正确的事。

～～～

这一章够长了，该结束了。最后，我要概括一下，市场走到周期的不同阶段，我们应该如何布局投资组合来应对。

我认为采取一个有条理的方式，来阐述我所说的“双重风险”，会很有帮助。我在这里说的双重风险，事实上，投资人每天都必须应对。第一个风险很明显，就是买进错误资产导致亏钱的风险；第二个风险不那么明显，就是没有买入好资产错过赚钱机会的风险。

买，可能买错，不买，又可能错过；买也会错，不买也会错。投资人可以选择消除其中一个风险，但是这样做就会让他们完全暴露在另外一个风险

之下。所以大多数投资人都是在两种风险之间寻找平衡。

投资人在两种风险之间的定位应该如何？保持平衡，还是更加倾向于一种风险而降低另外一种风险呢？答案主要取决于投资人的目标、所处的环境、个性和抵抗风险的能力（如果你是为客户管理资产，就要考虑到客户的这些方面）。

如果已经脱离或偏离通常的定位，那么投资人是否应该一次又一次地改变平衡？我认为，投资人应该努力适当地调整他们的定位，其前提条件有两个，一是投资人觉得自己有调整定位所需要的洞察力，二是投资人愿意付出努力并承受判断错误的风险。投资人调整组合定位，应当基于对现在所处周期的位置的判断。简而言之，如果市场处在周期的高位，那么投资人应该强调限制亏钱的风险；如果市场处在周期的低位，那么投资人应该重点避免错过赚钱机会的风险。别让自己在低位踏空，少赚太多钱。

那么我们如何才能做到？想象你穿越时光隧道，来到2023年，你觉得你更可能会说，“回到2018年，我真希望当时我更加激进地多买一些”，还是你觉得自己更可能会说，“回到2018年，我真希望当时我能更加保守，少买甚至不买”。现在有没有什么好机会，让你到2023年时可能会说，“2018年，我错过了买入什么的大好机会！哎，这种机会一辈子可能只有一次”，这样做能帮助你看清楚自己现在应该做什么。

以上决策直接关系到如何在进攻和防守之间做出选择。如果一个投资人想要减少亏钱的风险，那么他的投资应该更加强调防守。如果一个投资人担心更多的是错过赚钱的机会，那么他的投资应该更加强调进攻。改变你在两种风险之间的定位，应当根据市场所处周期的位置而做相应的调整，而我们要评估市场所处周期的位置，主要看两点：一是市场的估值水平，二是大多数投资人的行为。这两点我们已经详细地讲过了。

大多数投资人的投资行为进攻性更强，这是一个清晰的信号。这表明市场处于危险区域，因为风险规避被运用得很少。而且，投资人的进攻性投资行为可能已经直接导致资产价格上升。其他投资人的进攻性投资行为让市场对于我们来说十分危险。

思考这个决策的一个好办法是，考虑一下什么标签更适合概括现在的市场情况。从2008年年末到2009年年初，投资人只需要有两样东西就可以赚到很多钱：有钱能投资和有勇气去投资。如果投资人有这两样东西，那么几年后他的资产价值就会上涨很多，为他赚很多钱。此时他不需要的是：谨慎、保守主义、风险控制、纪律、精心选择、耐心等待；这些东西越多，他赚的钱就越少。

这并非意味着“有钱有胆”是投资成功的一个必胜公式。绝对不是。如果投资人在2007年年初既有钱又有勇气，高位买入又高仓位配置，那么等到全球金融危机一来，就要大祸临头了，他要承受危机所带来的所有伤害。2007年年初，他需要的是：谨慎、保守主义、风险控制、纪律、精心选择和耐心等待。甚至后来，明智的投资人也不会完全抛弃谨慎和纪律，因为对于他们来说，根本没有办法知道，全球金融危机之后的市场反弹会这么快，让投资人在危机中受到的创伤很快被抚平，他们相对而言没有受到太大伤害。橡树资本确实投资了很多，但是我们重仓投资的是高质量公司的优先级债务，而不是财务实力虚弱的由发行人发行的次级债务，尽管结果表明我们投资次级债会赚得更多，但是我们不能为了多赚钱而不要命。

有很多因素让投资这件事很有意思，其中一点是：没有哪种投资策略或者投资方法会永远有效。要想随着周期走势变化做对投资布局，唯一的办法是努力做出有充分理由的合理推断，以及调整你的投资布局以顺应周期下一步的大趋势。但是这可不容易。

近来，人们面对挑战，往往会做出这样一种反应：“我们现在在第几局？”美国第一大运动是棒球，这也是美国的国球，一共有9局。自从2008年金融危机爆发之后，我经常碰到这样的问题，被问的次数多了，我搞明白了他们这样问的意思其实是“我们现在处于周期的什么位置”。在2008年的第四季度，他们心里都在嘀咕：“如果最大的痛苦是十分，那么我们现在承受的痛苦是几分，后面还有几分痛苦在等着我们去承受？”大家现在问我的主要问题是信贷周期：“最近信贷周期一直上升，借钱更加容易。信贷周期这波上升阶段还会持续多久？信贷什么时候会收紧？”

我认为，这些问题就像一道光，让我能感觉到事情已经走了多远了。提问者用棒球比喻来提问，我也用同样的棒球比喻来回答：第二局（比赛刚刚开始），第五局（比赛已经过半），第八局（比赛接近尾声）。但我越来越意识到，使用这种比喻的方式来回答周期定位问题是有局限性的。因为周期并不像一个正常的棒球比赛，我们根本没有办法知道，一个具体的周期会持续多久。周期没有一个规定的时间长度。一个正常的棒球比赛会有九局，但是一个经济周期或者市场周期，可能会有七局、九局、十二局或十四局。周期到底会持续多久，我们根本不可预知。

这一章讲了很多思路和方法，也提供了一些技巧，能够帮你决定如何布局投资组合，但是没有一个方法完全可靠，万无一失。这些方法都只不过是一种工具，让你能够系统地思考某些不容易回答的问题。但是我希望，这些方法建议你走的投资之路，能够远远胜过你基于情绪、猜测，甚至只是追随大众而走的投资之路。

如何应对周期，是投资最重要的事情之一。周期肯定会落到你头上，你没

办法改变它。你如何采取行动来应对它，才是问题的关键。

# 14
# 市场周期与投资布局

> 能否成功地布局投资组合以应对市场未来趋势，首先取决于你做什么，集中更多兵力用于进攻，还是用于防守；其次取决于你什么时候做——基于你对周期所预示的未来市场趋势有卓越的洞察力。

我以前认识一个人，他天生乐观又激进，也许因为出生于富贵之家，他总是自我感觉良好，也许有老天保佑，他一直过着顺风顺水的生活。这位老兄从来没有怀疑过自己的人生会成功，从来没有怀疑过自己的预测准确，也从来没有怀疑过自己的投资策略会成功。从我认识他以来，这位老兄就一直保持激进，结果证明他做对了，这些年正好是最适合做进攻型投资的黄金时代。这段经历激发我写下了一些东西，讲讲我们应具备哪些素质才能投资成功：

投资成功，三种要素必不可少：激进买入、选择时机、操作技能。如果你选择对了合适的时机，又能足够激进地买入，那么即便没有太多操作技巧，也照样能成功。

～～～

2017年2月，我发现自己已经快写完本书的最后几章了，那时，我正在印度度假。有一天，我去斋浦尔城郊参观世界著名景点之一琥珀堡，我拍了好多照片，想要用照片留住这个城堡壮丽美景的一小部分。游览完景点回酒店后，我重新翻看照片，想要重温琥珀堡的壮丽景色。无意中，我翻到了几个月前的老照片，那是在另一个同样神奇的国家拍的，它就是中国。这些照片一下子让我回想起在中国和客户交流的情景，启发我写下了这一章。感谢缪斯女神给我灵感，我真幸运！

在访问中国期间，有一个来自北京的客户，问了我一连串很有挑战性的问题，我在回答这些问题的时候，随手在白板上画图，我平时经常这样边想边画边说。以前百思不得其解的问题，在那一天，答案突然跳进了我的大脑。临走前，我拿出苹果手机，对着白板拍下了我随手画的图（这是一个科技创新，20年前我做演讲的时候，从来不会随身携带相机）。没想到，过了三个月之后，我却翻到了我在中国拍的这些照片，它让我重新想起和客户交流时脑子里突然出现的那些想法。这一章中很多精华的东西，都来

自在北京和客户交流时所产生的想法。

当时，我因为还未倒过来时差躺在床上睡不着。不知道什么原因，灵光一闪，前面所说的投资成功三要素，我在北京拍的白板图，如何应对周期的问题——三者之间的联系一下子在我脑中浮现出来。简单地说，我有了一个好想法，明白了如何分析投资技能的要素。（请注意，我说的是“有个联系自己浮现出来”，而不是“我创造了一个联系”。我之所以说是那个联系自己浮现出来，是因为我确实觉得自己完全是被动的，是想法来找我的，我并没有经过一番刻苦努力，有意识地去探求它。我的很多感悟都是这样自己找上门来的，可能得益于我经常把一个想法浓缩成一张图，就像我在中国和客户交流时所做的那样。我的大脑就是这样工作的。）

第一次想到用三要素来解释投资成功时，我说的是“选择时机”，其实当时我指的是“幸运地选择时机”。毕竟，激进买入的时候，正好碰到好时机，还有什么是能比这更好的事情呢？但是，在印度我夜不能寐时，突然意识到选择到好时机并不完全是靠运气的结果。相反，在投资上，选择好的时机，可能来自勤勉尽责地评估我们现在所处周期的位置，然后把想法转化为行动，做出正确的事。研究周期，其实就是研究如何布局投资组合以妥善应对接下来可能发生的事件。这一句话，道尽了本书要讲的所有内容。

～～～

我要再次回到我概括的投资成功三要素，并更深入地思考投资成功的公式。我得出了结论，投资成功应该考虑以下六个关键要素，也许更应该称之为三对要素：

（1）周期定位。根据你对主要周期定位的分析，判断周期目前所在位置及未来趋势，决定你对投资组合的风险定位——更多地承受买入而出错的风险，还是更多地承受不买而错过的风险，或者在二者之间保持平衡。

（2）资产选择。决定要配置哪些市场、市场利基、具体证券或资产，以及要重仓配置还是要轻仓配置。

第一对要素是周期定位和资产选择。周期定位和资产选择是投资组合管理的两个主要工具。也许这么说过于简单化了，但是我认为，投资人做的每一件事情，都可以被纳入一个或其他要素中。

（3）激进。增加风险：把你的资本更多地置于风险之下；持有质量

更低的资产；所做投资的业绩表现，更加依赖于出现有利的宏观结果；以及（或者）利用财务杠杆、高贝塔值，即对市场波动更敏感的资产和战略。

（4）保守。减少风险：投资的资本更少，而持有的现金更多；强调重视资产要更加安全；买入那些在没有出现繁荣和牛市时，相对而言市场表现更好的防御性资产；以及（或者）避开财务杠杆和高贝塔值。

第二对要素是激进和保守。在激进和保守之间进行选择，是投资人在布局投资组合时考虑的一个主要维度，这要根据他们对周期的分析而定。一要分析市场现在所处周期的位置，二要分析周期背后所隐藏的未来市场趋势。

（5）技能。有能力能够做出正确的决策以保持平衡（尽管不能每次都正确），这要通过一个可重复的智力过程，而且要基于对未来的合理假设。现在这个要素有了一个为大家所熟知的学术名称：阿尔法。

（6）运气。在很多情况下，技能和合理的假设都不起作用了，我们就只能靠运气了。也就是说，随机性对事件的影响大于理性的过程，不管是“运气好”还是“运气不好”，它们都是运气。

第三对要素是技能和运气。技能和运气是决定投资组合管理决策成功的两个关键要素。如果投资人没有技能，就别指望自己的决策能够创造成功的投资。事实上，有些技能可以被称为“反技能”，因为获得的这些技能越多，就越妨碍投资成功。有些人学会了太多反技能，那还不如去抛硬币，或者干脆委托别人管理资金，避免自己做决策，这样投资业绩反而会更好。运气这事很难说，就像纸牌游戏里的百搭牌一样，拿牌的人可以自由地决定这张牌算什么牌；运气会让你本来很好的决策以失败告终，也会让你本来很糟糕的决策以成功收场。但是运气只是一时的。长期来看，投资人最终还是要靠技能胜出，所以把希望寄托在技能上，还是比较靠谱的。

市场会做市场该做的事。最终的结果部分取决于经济事件和企业盈利能力所造成的影响，部分取决于投资人心理以及由此产生的行为的影响，部分取决于随机性或者运气的影响。我们心里也许对未来市场的走势有些想法，而这些想法也许基于合理的推理，也许基于有漏洞的推理，也许事后被证明是对的，也许事后被证明是错的。但是，不管市场未来的走势是涨还是跌，不管市场未来的走势可以预知还是根本无法预知，我们都应先把

市场未来的走势作为以下讨论的出发点。我们首先把在通常情况下市场和一般投资人的预期收益表达为一个概率分布（见图14–1）：

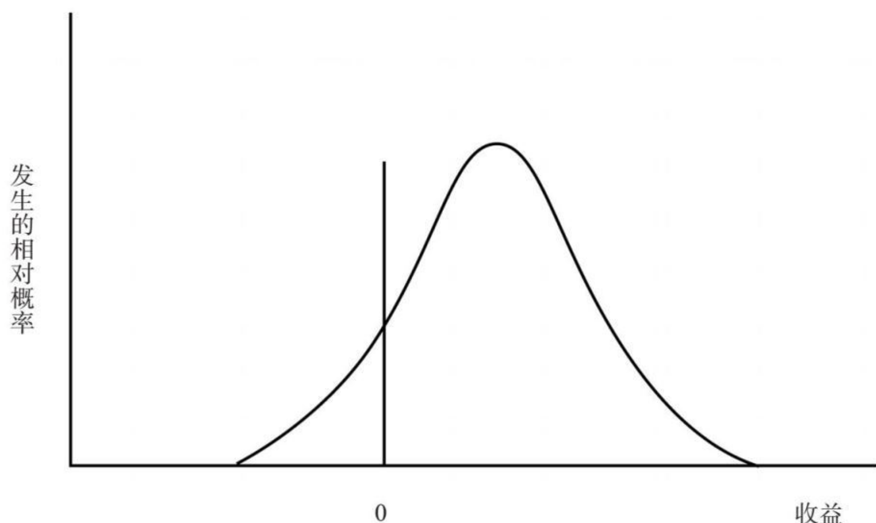



**图14–1** 市场预期收益的概率分布

这是一个出发点，或者是一个底线，或者是一个画布，或者是一张白纸，你觉得怎么好就怎么比喻吧，总之投资人由此开始行动。问题是，投资人有没有足够的能力，或者做出积极主动的投资决策，提高自己的投资业绩，从而战胜市场；或者放弃主动投资的想法，代之以被动投资，只要能拿到市场平均业绩就满足了。

我前面提过，有两种主要的投资方法投资人可以用来提高投资业绩——第一个是周期定位，第二个是资产选择。我先来深入讨论第一个要素：周期定位。

我也说过周期定位主要包括：在激进和保守之间进行选择，也就是增加和减少暴露在市场波动之中的投资仓位。

我们假设，你已经分析得出结论，现在你正处在一个最佳的市场环境之中：

- 经济周期和企业盈利周期都处于上升阶段，而且已经或者可能会达到甚至超过人们的预期；

• 投资的心理和风险态度是沮丧的（或者至少是清醒的），而不是过热的；

• 因此资产价格相对于其内在价值而言是适中的，或者是偏低的。

在这样的情况下，市场在召唤你激进地投资。于是你加大投资仓位，提高投资组合的收益预期，提高组合贝塔值，即市场敏感度。图14–2中那条虚线表示你的收益预期。如果市场走势好，那么你的盈利就会更高，但是进攻型投资是一把双刃剑，能放大盈利也能放大亏损；如果市场表现得糟糕，那么你的亏损也会更大。

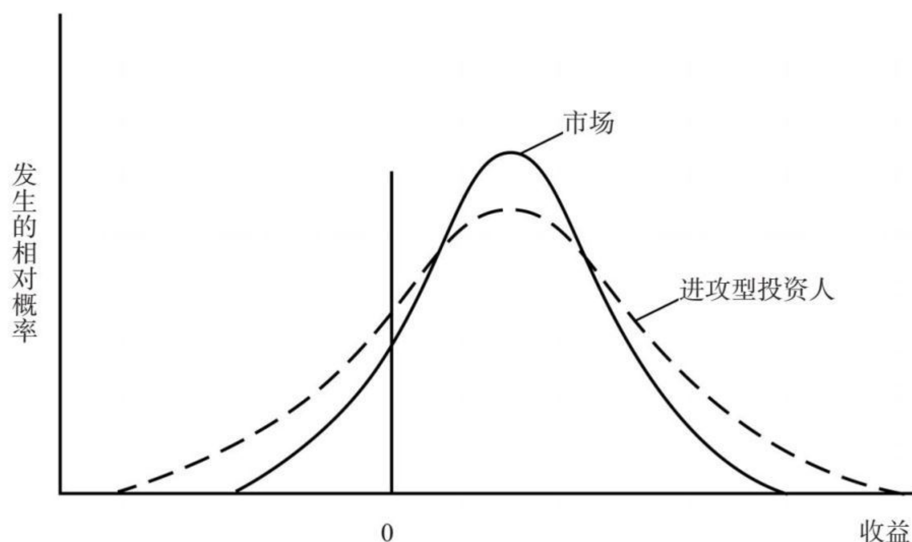



图**14–2** 市场与进攻型投资人预期收益的概率分布I

如果你的判断得到证实，市场确实上涨了，那么由于你激进地布局投资组合，提高了组合的市场敏感度，所以你的投资组合上涨的幅度会比市场更大，让你成为战胜市场的赢家，正如图14–3所示：

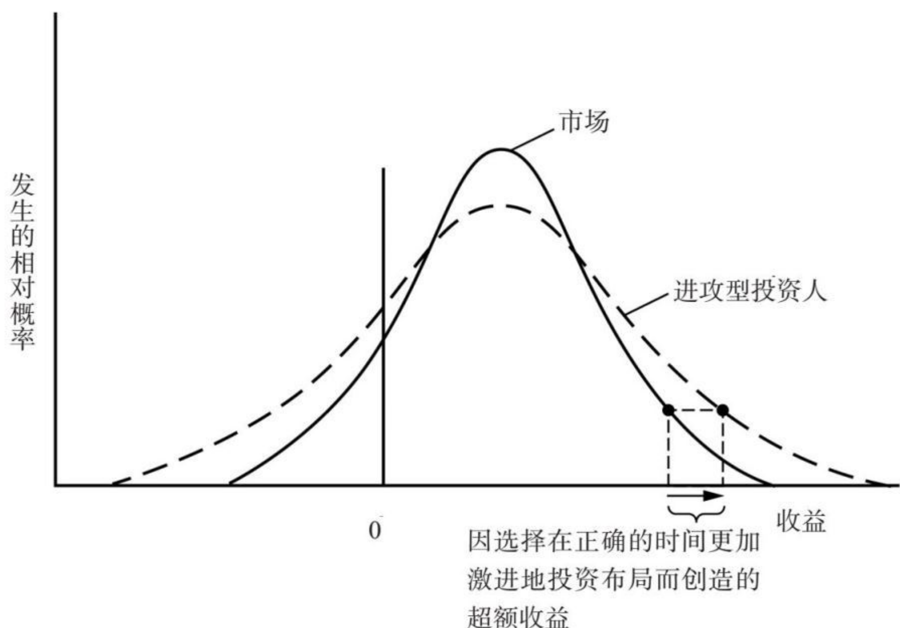



图14–3 市场与进攻型投资人预期收益的概率分布II

这里投资成功的秘诀包括以下三点：第一，深思熟虑地分析市场现在所处的周期位置；第二，基于分析提高进攻性；第三，结果证明你是对的。这几点可以总结为周期定位的“技能”或者“阿尔法”。当然，第三条结果证明你是对的，完全不在任何人的控制范围之内，特别是这在一定程度上受制于随机性，所以结果证明你是对的，并不是每一次都会这样，即使是技能纯熟的投资人，而且推理判断做得相当好，也未必每次都能被证明是对的。

我们也可以假设，你做的分析也许表明周期定位情况不妙，经济增长乏力，投资人心理过度乐观，因而资产价格过高。这意味着你应该更偏重防守。在这种情况下你应该从赌桌上拿回来一些钱，让一部分资本退出市场，降低仓位，你如果不这样做，就应该改变投资组合布局以降低风险，如图14–4所示：

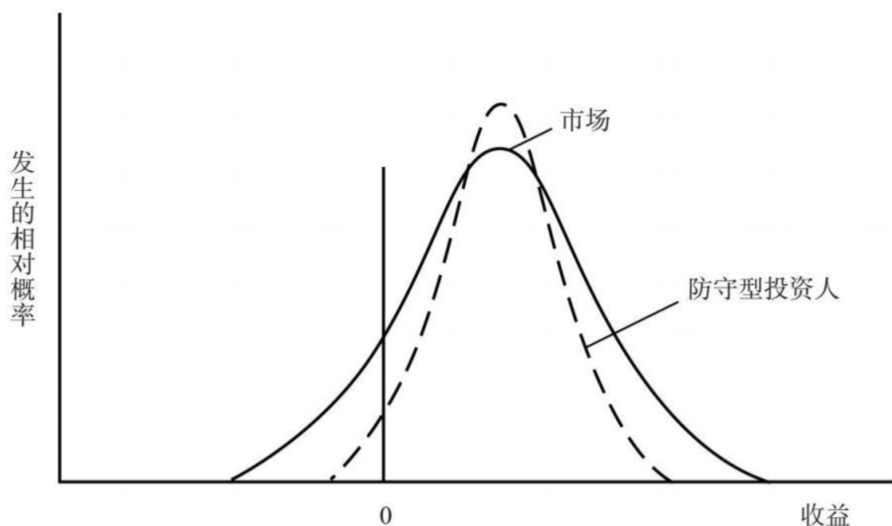



**图14–4 市场和防守型投资人预期收益的概率分布I**

现在，你已经降低了你的投资组合的贝塔值，即市场敏感度，为将来糟糕的市场行情做好了准备。如果你对市场周期走势的判断是准确的，那么市场的收益会从概率分布图的左边向右边移动，在这种市场行情下，你的防守型投资布局就会让你亏得比市场更少，成为战胜市场的大赢家，如图14–5中虚线所示。你的投资组合是防守型的，就更少暴露在市场波动之下，因此非常适合疲软的市场。

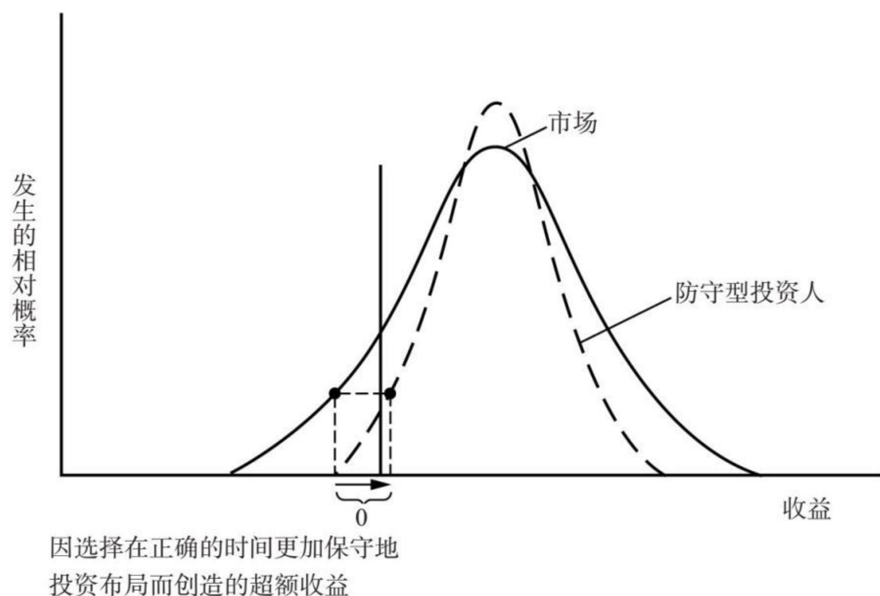



**图14–5** 市场和防守型投资人预期收益的概率分布**II**

当然，并不是每个投资人都很懂周期，对周期很有感觉，因此，并不是每一次下功夫定位周期都能成功。投资人假如缺少周期定位的技能，就无法据此决定投资组合转向防守，减少市场暴露（如图14–6所示）。如果市场出人意料地上扬，结果表明这个投资人转向防守是错误的，他的投资收益就会落后于市场，成为输家。

在第1章我谈了“趋势”这个主题。我们考虑市场前景，应该利用一个概率分布，如果构建得正确，它就会给你一种感觉，市场接下来可能会有什么样的趋势。市场沿着周期运行，就会重新定位预期收益概率分布的位置，由此影响市场未来可能的趋势。

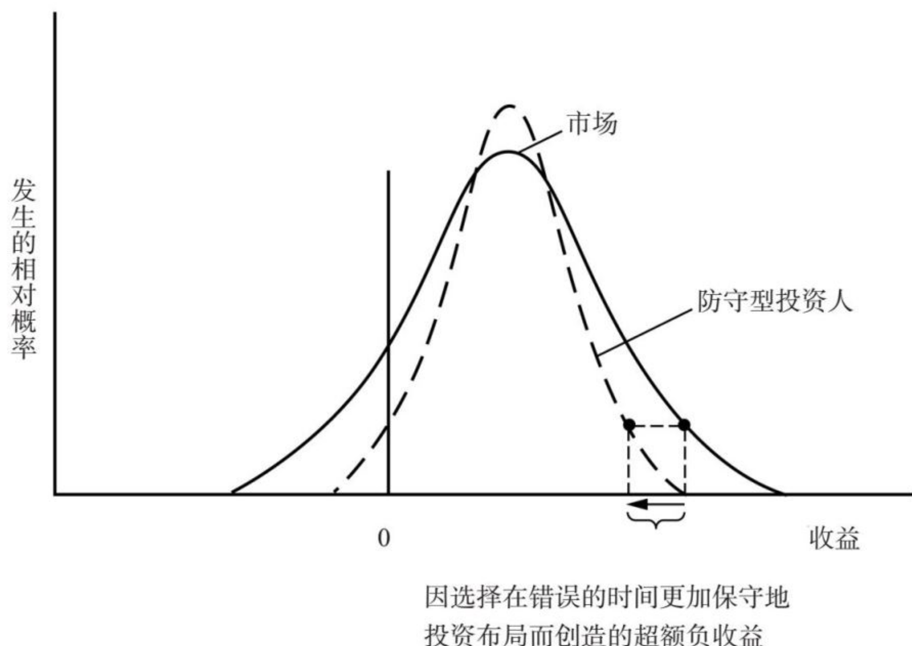



图14–6 市场和防守型投资人预期收益的概率分布III

市场处于周期的底部时，我们盈利的可能性比平时更大，损失的可能性比平时更小。相反，市场处于周期的顶部时，我们盈利的可能性比平时更小，损失的可能性比平时更大。基于你认为的现在市场所处周期的位置，从周期定位来看市场接下来可能会怎么走，这就能让你更好地布局投资组合，为接下来将会发生的事件提前做好准备。从逻辑上推理应该会发生的事件是一回事，而实际上会发生的事件是另一回事，二者并不相同。你尽管有可能会总是运气不好，实际发生的事件并不符合你的逻辑推理，但是你的周期定位更准确，投资布局更正确，这就能提高你未来适应市场趋势的概率，也就能提高你战胜市场的概率。

1977年，纽约市区发生了一连串情侣幽会谋杀案。这些案件都是一个连环杀手干的，他自称“山姆之子”。最后一个探长抓住了这个连环杀手，这个探长名叫提摩西·多德。2014年，我在报纸上读到了提摩西·多德探长的讣告。我很喜欢文中所引用的提摩西·多德探长的那句话，他说他的工作就是“做好准备等着好运来”。既然我的观点是未来是不确定的，而且容易受制于相当大的随机性，所以我认为这句话是一个思考未来的很好方式。也许听起来我像是鼓吹要被动地等待，把事情交给运气，而真相却是尽管卓越的投资人都有正偏态分布，也就是说成功的概率更大，但是并不是他们

的每次投资都会百分之百成功，他们仍然需要运气的眷顾，这样最终的结果才能对他们有利：仅知道碗里什么样的彩票中奖概率大还不够，他们还需要能从碗里摸到中大奖的彩票，这样才能真正中大奖。

获得标志卓越投资人正偏态分布结果的一个最好的办法是，让市场趋势站在你这一边。结果从来不是你能控制的，但是如果选择的投资时机是在市场趋势有利于你的这一边时，如风在背后吹着你的帆船前行，你就会一路顺风。相反，如果你把投资时机选错了，选在市场趋势不利于你出手投资时，你就是逆水行舟。技能纯熟地分析周期，你就会比一般人更好地理解市场下一步可能的走势，从而你会获得更高的概率做好投资组合布局，更好地应对市场接下来的走势。



接下来我要讲的东西和周期这个主题完全无关，所以你如果不感兴趣，就没有必要读下去了。但是我还是想在这里补充说明一下，投资人应该采取什么样的行动来改善其投资业绩。这就需要谈一下投资管理的另一个成功要素：资产选择。

资产选择包括，识别出哪个市场或市场板块或具体资产类型会比其他同类资产表现得更好或者更糟，由此决定你在投资组合中要超配它还是低配它。资产的价格相对于其内在价值越高，未来预期市场的表现就越不好（如果其他条件都相同），反过来，如果资产的价格相对于其内在价值越低，那么未来预期市场的表现就会越好。我们要在资产选择方面有卓越的业绩表现，有一个前提条件是必需的，就是对价值三个方面的洞察力要超越平均水平：第一，资产的内在价值大概是多少；第二，这个内在价值将来可能会发生什么样的变化；第三，内在价值和当前市场价格之间的关系如何——我们是高估、低估，还是持平？

对一个特定资产的内在价值，所有投资人都有（或者本来应该有）自己的看法，资产的市场价格反映了这些投资人的共识，也就是说，投资人的看法综合到一起设定了市场价格。这也是那些买方和卖方同意进行交易的价格。那些买方买入，是因为他们觉得在现在这个价位买入是一个聪明的投资。那些卖方卖出，是因为他们觉得在这个价位资产已经达到合理定价了，或者定价过高了。那么，我们如何知道这些观点的准确性有多高？

- 理论分析。有效市场假说认为，所有可以获得的信息都已经被有效地反映到市场价格里面了，因此资产的价格是公允的，投资人无法通过在不同资产之间进行选择来“战胜市场”，因为选择不同资产的预期收益率是相同的。

- 逻辑分析。我们谈的问题实质是，有没有能力让你做的这些价值判断的质量更高，且高于市场上所有投资人的平均水平，最终能够取得高于市场平均水平的业绩。但是我们知道有一点是确定无疑的，所有投资人整体而言获得的是平均业绩水平。因此投资人整体而言不可能做出超越平均业绩水平的价值判断。

- 实证分析。对投资业绩的实证研究表明，只有极少数投资人能够持续地做出比市场上其他人更加正确的价值判断。大多数投资人的价值判断都比市场的价值判断，即平均价值判断水平更糟糕。特别是投资人在扣除交易成本、管理费用和其他开支之后获得的净收益，还赶不上市场平均业绩水平。正是因为这个原因，被动的指数投资越来越流行，也越来越普及。

这并不是说，没有人可以战胜市场。事实上，每年都有很多人战胜了市场，但是通常这只不过因为他们运气好而已。按照随机性假设，短期会有很多人战胜市场，也会有很多人输给市场，因此投资人的业绩整体上与市场的平均业绩持平。但是只有极少数人能够长期持续地战胜市场，即长期持续超越市场平均业绩水平，而他们并非仅仅靠运气，他们中的一些人也因为长期持续战胜市场而名扬天下。最关键的成功要素是，对内在价值有卓越的洞察力，正是这一点给予极少数人持续战胜市场的能力。我称之为“第二层思维”，也就是有能力做出与市场共识不同的思考，而且比市场共识理解得更深。

我不准备再深入地讨论内在价值、价格与价值之间的关系以及第二层思维，因为我已经在上一本书《投资最重要的事》里面，对这三个主题做过篇幅很长的讨论。不过我想说，关键在于卓越的投资人能够达到第二层思维，所以投资人才能够挑选出更多地表现跑赢市场的优质资产，而不是更多地表现跑输市场的劣质资产，因此卓越投资人的资本配置在优质资产上的仓位更高，配置在劣质资产上的仓位更低。卓越资产选择的秘方就是这么简单。

这种卓越资产选择技能的标志是什么？不对称业绩。

绝大多数投资人都没有这样高超的资产选择技能，因此他们战胜市场的概率与市场整体赢家和输家的比例相同。市场整体表现得好，一般人的投资业绩也就跟着好，市场整体表现得不好，一般人的投资业绩也就跟着不好（见图14–7）。

那些在资产选择上具有反技能的投资人，从比例上看优质资产多、劣质资产少，因此业绩还不如市场的平均水平。反技能投资人不管是在市场上涨

的时候，还是在市场下跌的时候，都跑不赢市场，如图14–8所示。换句话说，具有资产选择反技能的投资人的概率分布偏移到市场的左边。

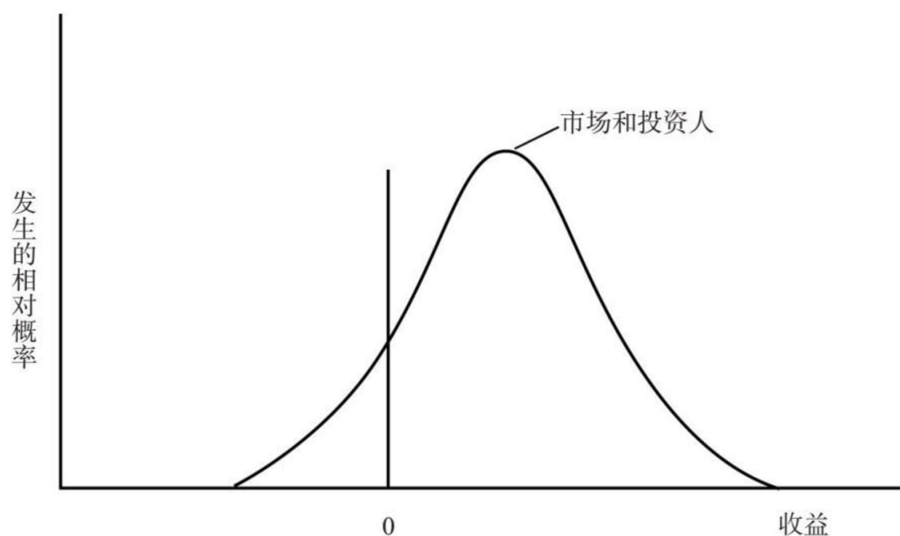



图14–7 市场与一般投资人预期收益的概率分布

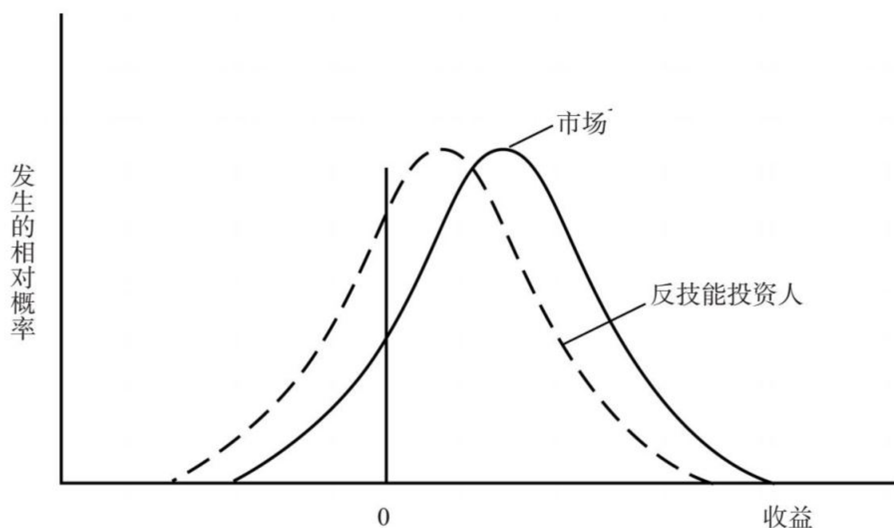


图14–8 市场与反技能投资人预期收益的概率分布

但是资产选择技能高超的卓越投资人，在他们的资产选择中优质资产多、劣质资产少，优质资产与劣质资产的比例高于市场；他们能够做到把资金更多地配置在跑赢市场的优质资产上，而更少地把资金配置在跑输市场的劣质资产上；他选择的优质资产领先于市场的程度，大于他选择的劣质资产落后于市场的程度。

- 一个能够做出卓越资产选择的投资人，如果习惯于更加激进地投资，那么当市场上涨的时候，他们的持仓会比市场涨得更多，而在市场下跌的时候，他们的持仓会比市场跌得更多。但是卓越投资人的持仓涨幅领先于市场的涨幅，要大于他们的持仓跌幅落后于市场的跌幅。简单地说，卓越投资人在跑赢市场时赢得更多，而在跑输市场时输得没那么多，输赢相抵之后，总体而言他们还是跑赢市场的。这是因为他们具有卓越的资产选择能力，他选择的那些资产有更大的上涨潜力，却不用承担相同的下跌风险。结果是市场在上涨的时候，他们的进攻型投资组合自然而然地会超过市场的涨幅，但是在市场下跌的时候，他们的进攻型投资组合的跌幅高于市场的跌幅，小于其涨幅高于市场涨幅的幅度。这就是一个典型的风险–收益不对称，而这正是卓越投资人的标志（见图14–9）。

- 同样的道理，一个有卓越资产选择技能的投资人，如果习惯于做防守型投资，那么当市场下跌的时候，他们的防守型投资组合的跌幅自然会小于市场跌幅，因而他们的业绩能够领先市场一定幅度。而当市场上涨的时候，他们的防守型投资组合的涨幅会小于市场涨幅，因而会落后于市场一定幅度，本来按照正态分布的对称性，这应该相当于他们在市场下跌时领先市场的幅度，但是实际上落后的幅度并没有那么大。这是由于他们的资产选择技能卓越，选择的资产质量高，所以相对而言，他们的资产组合的跌幅小于市场跌幅而领先市场的幅度，大于他们的资产组合涨幅小于市场涨幅而落后市场的幅度，二者并不对称（见图14–10）。

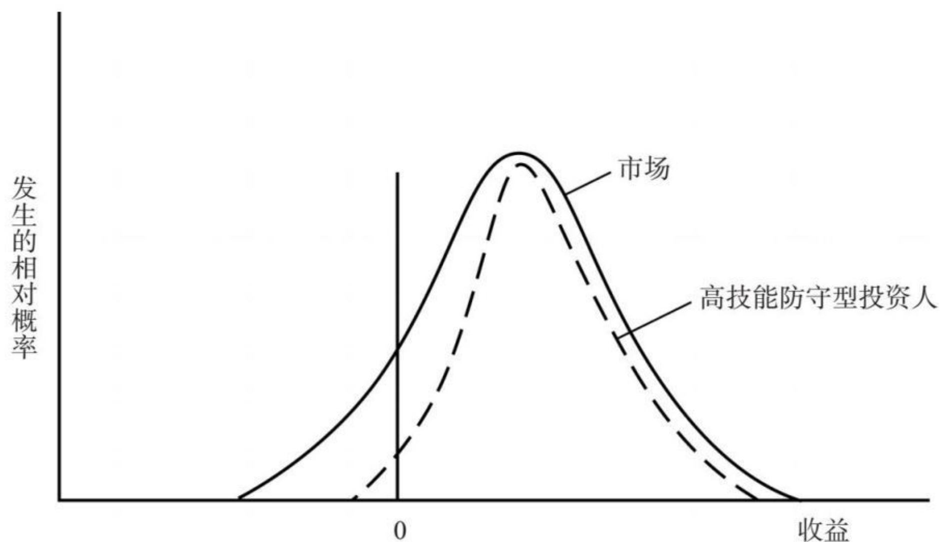



**图14–9** 市场与高技能防守型投资人预期收益的概率分布

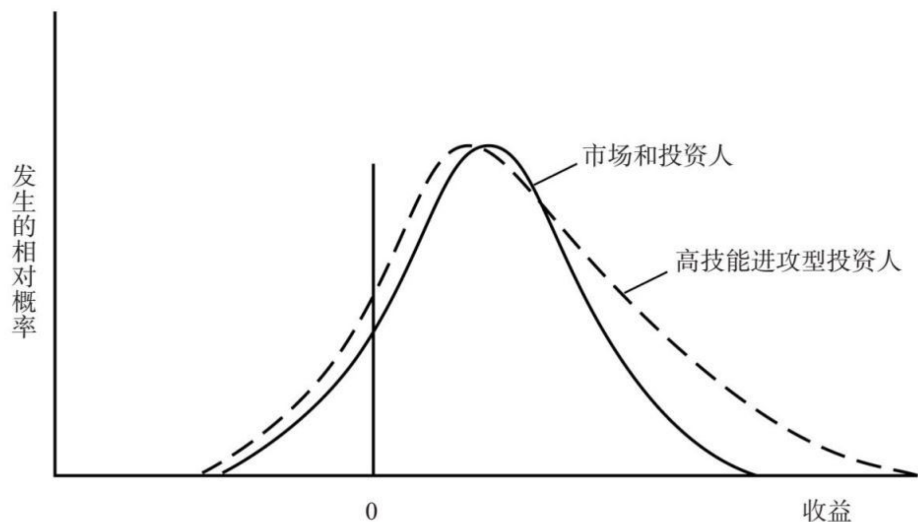



**图14–10** 市场与高技能进攻型投资人预期收益的概率分布

这两类投资人都有卓越的资产选择技能，进攻型投资人和防守型投资人都展现出相对于市场而言的风险–收益不对称分布。也就是说，他们的业绩都是正偏态分布的。这两类人的投资组合的上涨潜力与下跌风险并不对

称。尽管他们的方式不同，进攻型投资人胜在上涨潜力大于下跌风险，相对而言市场繁荣时组合领先市场的幅度较大，而市场疲软时组合的落后幅度较小；防守型投资人胜在下跌风险小于上涨潜力，相对而言市场疲软时组合领先市场的幅度较大，而市场繁荣时组合落后于市场的幅度较小，这正是资产选择上的阿尔法因素所体现出来的方式。

第三类投资人，既不习惯于进攻，也不习惯于防守，但是他们擅长周期定位以及资产选择。所以他们能够做到选择好的市场时机，根据自己对市场周期现在所处位置的判断和接下来对市场趋势的分析，做到在正确的时机增减仓位，调整市场暴露。也就是说，他们在市场上涨的时候仓位更重，在市场下跌的时候仓位更轻，所以市场涨得多，他的组合因为重仓也跟着涨得多，相反市场在下跌的时候，因轻仓配置而跌得少，同时他们也能选择好的资产。他们真是世界上最理想的投资人了（见图14–11）。

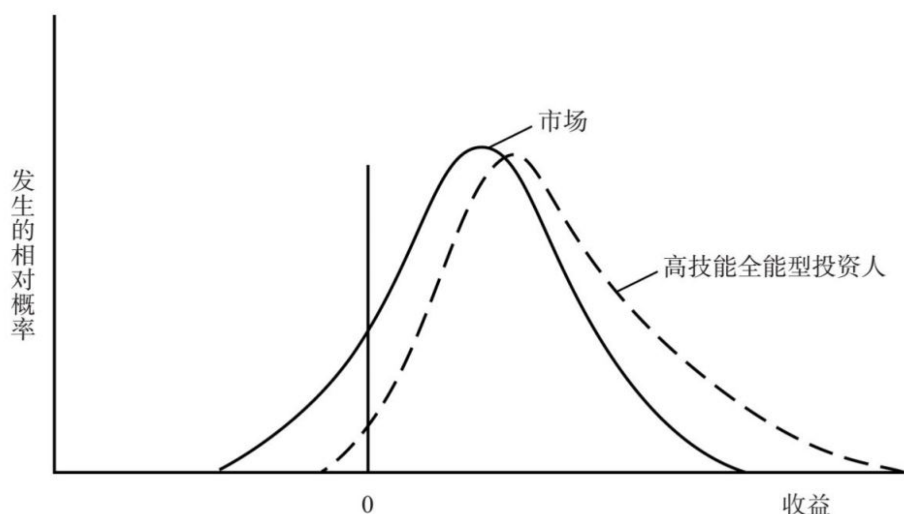



图**14–11** 市场与高技能全能型投资人预期收益的概率分布

市场上涨时，几乎每个人都能赚到钱，而市场下跌时，几乎每个人都会亏钱。几乎每个人选择资产的优质与劣质的比例都和市场整体水平一样。投资人需要有卓越的投资技能，才能够在市场上涨或下跌期间比市场表现得更好一些，从而获得不对称业绩，而这正是卓越投资人的标志。

请注意，在讨论中，我特意把周期定位的技巧和资产选择的技巧区分开来，但是这种区分在某种程度上是人为的。我之所以有意为之，是为了更清楚地分别描述这两大类影响投资业绩的因素，但是很多伟大的投资人具

备这两种技巧，而大多数投资人一种技能也不具备。这两种技能都很高超的投资人，对市场未来可能的趋势有更好的感觉，也能够选择合适的资产构建合适的投资组合，以更加适应未来的市场环境，这体现在他们所选择的资产中领先市场的优质资产比例更高，而落后市场的劣质资产比例更低。这种堪称完美的投资高手极其罕见。

～～～

我在印度的顿悟告诉我，能否成功地布局投资组合以应对市场未来趋势，首先取决于你做什么，集中更多兵力用于进攻，还是用于防守；其次取决于你什么时候做——基于你对周期所预示的未来市场趋势有卓越的洞察力。我写本书的目的就是希望能在这两个方面帮助你。

# 15
# 应对周期有局限性

> 我的看法是，你想要在理解市场周期的基础上改变投资组合布局，以此来提升长期投资业绩，这种想法完全合情合理。但是有一点对于你来说至关重要，你一定要理解，这种想法要求你具有高超的技能，且真正实现这种想法非常困难。即使你再优秀再努力，一个人的能力也毕竟有限，有时候就是人算不如天算。

我辛辛苦苦地写此书，就是想给我自己创造一个机会，记录下我所知道的周期那些事儿，当然也因为我很享受写作这件事情。但是最主要的目的，正如我前面所说的，是帮助读者应对市场的上涨和下跌。

在前面的内容里，我已经讲了很多我对周期的思考，一步一步地告诉你如何理解周期过程的规律性，也讲了周期的不规律性。周期有一定的规律性——像诗歌韵律一样重复相似的过程，让我们逐步积累经验，培养理解周期的能力，培养把握周期下一步趋势的信心。但是周期也有很大的不规律性，有时会出现无法预测的巨大变化，这要求我们适当地抑制一下我们的自信心，不要觉得自己完全有能力做到充分理解周期和把握周期。这一章的目标就是重复这些思考，并总结归纳。

正如我前面所说的，投资实质上就是合理地布局资本，从未来发生的事件中获利。但是我也说了，我们永远不知道未来会发生什么事情，因此也不知道我们未来会去哪里。但是我们应该竭尽所能地知道自己现在身在哪里。因为目前周期所处的位置能够给我们强烈的暗示，告诉我们周期未来会怎样，以及我们应该如何应对。

我们现在所处周期的位置，对分析周期未来的走势有非常深远的影响：什么走势可能发生，甚至什么时候会发生。就像我在第1章里讨论过，而且在上一章中用图描述过的那样，周期定位会掌控未来的概率分布变化。

很多事情都会发生。我们知道我们只能面对不确定性和风险。关于未来，我们所知道的不过是概率而已。知道概率，能帮助我们把对未来判断的准确程度提高到高于整体平均水平。但是有一点很关键：我们知道事件发生的概率，并非代表我们精确地知道什么事件会发生。

我们没有选择，只能满足于知道概率。但是从每个结果来看，比如每年的GDP增长，下一年每只股票的涨幅，它们的样本数量经常受到限制。这意味着，从概率上看有很多事情都有可能发生，但是实际上只有一件事情会发生。这样就不会有足够多的观察，让我们能假定从概率上讲最有可能发生的事件是什么，而且可以肯定，并不是最有可能发生的事件后来确实会发生。

例如，让我们分析一个过度兴奋的泡沫后来发生修正的情况。从理论上讲，泡沫的修正并不是一定会发生的，但是周期的真实情况表明：第一，泡沫的修正最终会发生；第二，泡沫的修正一直没有发生。如果周期上行阶段持续的时间越长，那么我们预期未来的市场修正越有可能会发生（而且往往来得更急）。

当然，如果这种逻辑上应该发生的事件没有发生，这种情况持续的时间越长，周期沿着上行的方向上涨的幅度越大、上涨的时间越长，就会有更多的人得出结论——周期的规律在某种程度上已经暂停发挥作用了，周期召唤的市场修正永远不会发生。这会导致大量非常疯狂的追涨买入，就像我们在2000年网络股泡沫中所看到的那样，最终导致的结果令这些在泡沫顶点选择买入的投资人损失惨重、极其痛苦。

我们必须保护好我们的投资组合（和我们的投资管理业务），让它们能够抵抗那些最有可能发生的事情所产生的风险，我们对周期的理解让我们推断什么事情最有可能发生，但是这件事情也许经过了很长时间才终于发生。我们必须让我们的情绪保持波澜不惊，让我们能够熬过那一段可能相当漫长的等待时间，我们若是熬不过去，就看不到光明到来的那一天了。

～～～

从推断事情会发生到事情发生证实推断，中间所需的等待时间真的会有那么漫长吗？我们来回顾一下历史。20世纪90年代中期，市场急剧上涨，科技股板块的股价像火箭一样飙升，由此出现了一个机会——防守型投资人做出推断，股市实在被过于高估了。做出这个推断的理由应该说是很扎实的，是基于对相关数据的有效解读，而且论据也很有说服力。可是要过几年才会证明这些防守型投资人的推断是对的，正如一个非常重要的投资格言所说的：“过于超前于你的时代的投资，和错误没有区别。”这些投资人推断股市被过于高估的理由非常充分，但是这个推断给投资人带来的好处十分有限；五年后，推断才得到证实，市场修正才终于发生，2000年到2002年股市大跌一半，可是这些防守型投资人还没有等到自己预言成真的那一天，他们管理的基金资本规模就已大幅度缩水了，因为客户一看你的业绩大幅落后，就肯定要赎回基金，不让你管理了。

可是，这些投资人能够得出这种推断，肯定很有头脑，再加上足够的自信，应该能让他们一直紧握手中枪，坚持自己的观点不动摇。希望他们能够一直保持小心谨慎，而不是在抗了很多年后，因实在痛苦得受不了了而宣布投降，在更高的点位上追涨买入，结果被高位套牢，那么结局就太惨了。如果这些防守型投资人真能这样固执地坚持己见，再熬上几年，也许市场修正真的来了，就能证明自己的看法是对的，因而能够恢复原来的管理资产规模，因为客户一看你能战胜市场，就又会回来找你了。但是从做出推断到事实证明推断要经历很长时间，不断地受人指责，资产规模缩水，投资人会过得十分痛苦。

我们快进到现在这个时代，可能也是一样的。谨慎小心的投资人又得到了另外一个机会可以做出推断，美国股市过热了，应该减仓，因此错过了更强劲的上涨，少赚了一大笔钱。客户一看你的基金业绩大幅落后，肯定不高兴了，大量赎回基金，于是这些谨慎的基金公司的资产规模大幅缩水（而且是在一个上涨的牛市行情中）。

谨慎还是对的吗？未来是否会有事件证明谨慎是对的？会不会市场很快来一波修正，快到足以让那些谨慎的投资人享受到推断正确的好处？是不是应该把这些投资人看作那种永远持熊市观点的人？你只要永远持熊市观点，过上几年总会出现一波大跌，就能证明你的熊市观点是正确的，尽管可能只是瞎猫碰上死老鼠。抑或是这些投资人是非常出色的投资大师，从逻辑推理上讲，他们的看法是正确的，只不过投资世界的因果联系不够严谨，阻挠了他们的看法得到验证？这些问题，在很大程度上都是无法回答的。但是最重要的事情是，读者一定要记住一个非常关键的教训：周期定位，定准位置，很不容易。

～～～

我的看法是，你想要在理解市场周期的基础上改变投资组合布局，以此来提升长期投资业绩，这种想法完全合情合理。但是有一点对你来说至关重要，你一定要理解，这种想法要求你具有高超的技能，且真正实现这种想法非常困难。即使你再优秀再努力，一个人的能力也毕竟有限，有时候就是人算不如天算。

重要的是，不要捡了芝麻丢了西瓜，我希望大家不要过于关注每天市场短线的上涨和下跌，这些都是如芝麻一般的小事，而要关注一生只有一次的周期走到极端的情况，这才是如西瓜一般的大事（最近看起来不是一生只有一次了，而是每过十年都有可能发生一次市场走极端的情况），这是一个很明显的事实，我已在第12章提供了一些典型的案例。首先，大泡沫和大崩盘这两种极端行情，特别是它们形成的过程，非常清楚地描述了周期的运行模式，以及我们应该如何应对；其次，正是遇到这些市场走到极端

的情况，我们才可以得到预期可能性最大的投资成功的机会。

下面这张图描述了我对市场波动如何影响我们所处的投资环境的看法。坦白地说，我这样用周期来描述市场波动，有些把复杂的事情简单化了，我用周期一讲，投资世界就更容易被看清楚了，而且要比那个真实的投资世界规律得多。用周期作为总体框架来分析投资世界，我过去用了几十年了，都十分有效，我再也不用把投资世界看作一系列不规律的、变幻无常的曲折事件了，也再也不用因为看不清现在、更看不清未来而内心慌乱不安了。

市场价格相对于其内在价值的关系有上中下三种情况：中间区域是定价“公允”，上下两个极端是定价“太贵”和定价“便宜”。当然，市场走到定价太贵和定价便宜两个极端，肯定要比其他情况能够让我们看得更加清楚（见图15–1）。结果是：

第一，经常很难区分市场定价到底是贵还是贱，也很难经常做到正确区分。

第二，因此在中间区域区分市场定价是贵还是贱，不如在极端区域区分市场定价是贵还是贱，这样更有可能赚到大钱，而且在中间区域区分市场定价是贵还是贱，也不如在极端区域更加可靠。

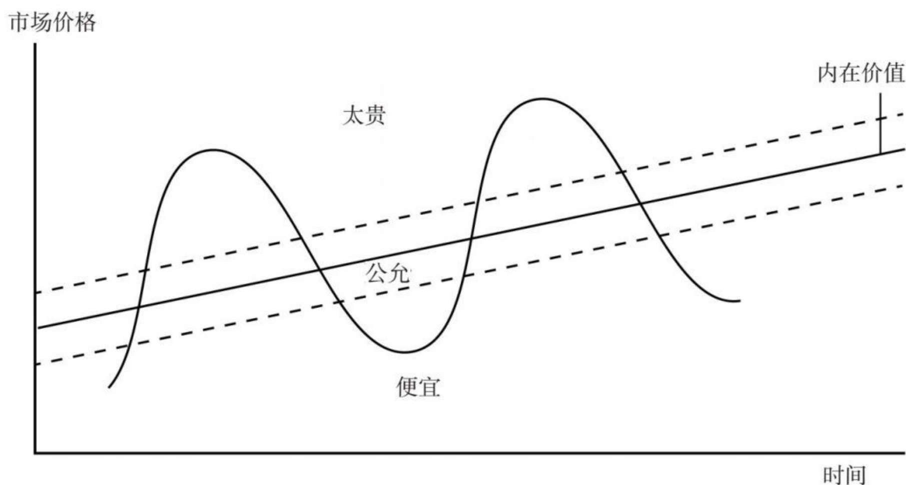



图15–1 市场价格与内在价值对比

发现市场走到极端，并且能利用走到极端的市场，真的是我们能找到的最好的方法了。而且我相信，这种事情做起来很可靠，前提是你能系统地深入分析，有洞察力（或者对历史很精通），而且做事沉着冷静、不动感情。可是，这也意味着，你别指望能够每天、每个月，甚至每年都能做出能赚钱的决策。

我们不能自己创造绝佳的机会，让自己能够以此决定进入市场的时机。我们对周期再了解也无法自己创造投资机会。相反，只有市场能决定我们什么时候能碰到绝佳的投资机会。请记住，没有什么聪明的事值得去做的时候，错误往往来自你想卖弄聪明。

根据周期选择投资时机的合理性，只取决于你对选择投资时机的期望。你如果经常想要察觉到我们所处周期的位置，而你的目的是推断“明天会发生什么情况”或者“下个月会发生什么情况”，就不可能成功。我把这种做法称为“想耍小聪明”。要做出很好的区分并不容易，没有人能够经常或者持续地做到精细地区分市场的定价，没有人能靠这个本事显著地提高投资业绩。也没有人知道，根据周期定位推断市场可能的走势时，什么时候这个“可能”会变成现实。

此外，根据主要的周期定位来布局投资组合，一直以来为橡树资本的投资业绩做出了很大贡献。1990年到1993年，2002年和2008年，我们变得非常激进；1994年到1995年，2005年到2006年，我们转变为十分谨慎，最近几年在某种程度上我们也变得相当谨慎。我们努力地理解周期、运用周期，形成我们的投资优势，为我们的客户增加价值。我可以说，从上面这些情况看，我们对周期的定位大致是正确的。市场上出现的所有重大投资机会，我们没有错过一个。

到现在为止，我们对主要周期的判断都被事实证明是对的。用“都”这个词听起来好像这是一场我们能够持续获得胜利的战争。但是我个人做出的“所有”主要的周期判断，过去50多年来也不过四五次。因为我只是在周期走到最极端的情况下才做出判断，所以我把自己判断正确的概率最大化了。没有人能够经常取得成功，最多不过是在极端情况下可能取得成功，即使是我本人也是如此。

所以请注意，我也经常这样提醒大家，确定周期现在所处的位置并推断周期后面的走势，并不容易。我并不想给读者留下这种印象：周期定位这件事很容易，如果做不到就应该对自己感觉很失望。正如我在2016年1月的投资备忘录《投资心理学》中所说的：

有一点我想说得特别清楚，2006年年末到2007年年初我呼吁投资人

要谨慎小心，在2008年年末我呼吁投资人要积极主动地买入，2012年我呼吁投资人要再次谨慎小心，2016年年初我又呼吁投资人投资布局应该更加具有进攻性，其实我这样说的时候，并不是百分之百确定的。我的结论是我推理出来的结果，充分借助于我多年的投资经验（再加上橡树资本的同事们的合作和努力），但是我从来不认为，自己的这些看法会百分之百正确，甚至80%正确的可能性也做不到。当然，我认为我的看法是正确的，但是我在提供这些建议时内心总是惴惴不安的。

我每天读的报纸和大家读的是一样的，我每天看到的经济数据也和大家看到的是一样的，市场波动对我的连续冲击也和大家受到的冲击一样，引发我情绪的因素也和大家一样，也许我对自己所做的推理要比其他人更加自信，当然我的投资经验也要比其他大多数人更多。但是关键是，不管因为什么原因，我都能够忽视自己的情绪冲动，依然按照自己的推断行动。我的这些推断没能被记录下来，或者被证明。如果能如此的话，那么大多数理智的投资人也会和我得出一样的推断，也会和我一样有信心。我告诉你这些实话，只是为了与你沟通交流我内心的这种感觉，没有人应该担心自己不能胜任这个任务，只是因为他对自己的结论不是百分之百地有把握。而事实上，投资这种事情根本没有百分之百那回事儿。

彼得·伯恩斯坦对这个问题的见解很独到，所以我要用他写的一段话来结束本章：

我创办《投资组合管理》杂志到现在有28年了，在此之前我做过22年的投资管理，在投资行业工作了50年，积累了很多经验教训，我把这些经验教训总结成了一句话：投资成功的诀窍，并不是要你成为最热门的选股高手，或者预测最准的预测高手，或者模型做得最好的软件开发高手。这些胜利都是一时的，它们如过眼云烟。投资成功的诀窍是活下去！剩者为王！投资成功说起来容易做起来难，要真正做到长期活下去，你就需要有非常大的肚量，能接受自己判断出错，因为我们毕竟是人不是神，我们的出错次数往往会比我们预想得更多。未来并不是我们能够提前知道的，但是明白这一点能够帮助我们知道错误是不可避免的、是很正常的。我们出错并不是因为发生那些可怕的悲剧，也不是因为推理上出现可怕的漏洞，甚至不是因为像在大多数情况下那样碰上坏运气。我们之所以会出错，是因为出错是行动的特权，而任何行动都取决于完全不可预知的未来……（杰夫·胡达，《出错也照样能赚钱》《寻找阿尔法》，2017年3月13日）

# 16
# 成功本身也有周期

> 一个重要的教训是，在一个互相连接、信息传播速度极快的世界里，任何东西，如果其市场表现持续良好，且能够产生非同寻常的利润回报，就会吸引资本不断流入，直到市场变得过度拥挤和完全机构化了，其风险调整后的预期收益率才会回归均值（甚至可能更差，比均值还低）。
>
> 与此相对应，任何东西，如果其市场表现持续糟糕，就会使其价格变得非常便宜，这是因为它们相对而言涨幅更小或者跌幅更大，投资人缺乏兴趣，而这也为估值水平过于便宜奠定了基础，让它们将来能表现优异，跑赢市场。像这样好资产变成坏资产，坏资产又变成好资产的过程，就是周期循环。投资成功的关键就是懂得周期，万事万物皆有周期，因而周期内肯定会有起起落落和重复循环。投资成功的关键肯定不是相信大家都认为的只会上涨不会下跌的股票，因为这就像相信树会长到天上一样愚蠢。

我希望你现在已经准备好能够完成三大投资任务：识别周期现在的位置、评估周期将来的趋势和应对周期做好组合布局。这会对你取得投资成功有很大帮助。但是正如彼得·伯恩斯坦所说的，即使是最优秀的投资人，也不会总成功不失败。理解这一点很重要，这样才能支撑你努力活下去。和这本书提到的其他事情一样，成功总是来来去去，也有周期。

其实，我经历了50多年的投资职业生涯，发现成功本身也有周期。在很大程度上，成功也有潮起潮落，和我描述的其他周期一样，成功本身的周期起伏也受到很多人为因素的影响，而且成功的周期也和其他周期一样，每一步的发展变化都会引起下一步的发展变化。我前面说过："成功本身就孕育着失败的种子，而失败本身也孕育着成功的种子。"我很早之前就相信这一点，后来与不良债权和不良债权企业打了20多年交道之后，我的这个信念变得更加坚定了。

彼得·考夫曼，查理·芒格的传记作者，担任格莱纳尔公司的首席执行官——这家公司是一家特别优秀的航空航天零部件生产商。彼得·考夫曼这样描述这种辩证唯物主义的工作模式："任何一个系统通过不断地发展，达到最大规模或者最高效率。在这个发展过程中，它会形成一个完全内在的

矛盾和弱点，引发其自身的衰败和灭亡。”（彼得·考夫曼，《永久性跷跷板》）这段话精辟地概括出成功本身也有周期。

## 人性的角色

换个说法，我会这样说：“对于大多数人来说成功并不是好事。”简单地说，成功会改变人，而且通常不是把人变得更好。成功会让人觉得他们很聪明。在一定程度上，觉得自己聪明，能提高自信心，这是一件好事情。但是你一旦聪明过了头，觉得自己什么事情都做得很好，什么时候都很聪明，就会变成坏事了。同时，成功会让人变得更有钱，人就容易满足了，从而导致他们奋斗努力的动力就减少了。

就投资人的心态而言，谦卑和自信之间的关系很复杂。因为有最棒的投资便宜货的地方，通常是那些没有人发掘的地方，或者没有人重视的地方。想要成功，投资人必须对自己的判断有足够的自信。戴维·斯文森，投资业绩非常出色的耶鲁大学捐赠基金的领头人，他如此描述投资成功之道：“你要投资成功，投资组合就必须与众不同，而从传统的眼光来看，它经常会显得你的投资很轻率，很不谨慎，让大家心里感觉很不舒服。”（戴维·斯文森著，《机构投资与基金管理的创新》，2000年）可是，从本质上讲，要找到非常明显的投资便宜货，最有可能的是在那些受传统智慧鄙视的地方，它们会让大多数人一看就觉得心里不舒服，很难领会这些资产不受人欢迎的外表之下所隐藏的内在优点。投资这些大家都鄙视的资产，要求你必须拥有极大的勇气，敢于承受别人鄙视的目光。

如果顶着压力买了一些别人都看不上的资产，其中有一个资产没能像你所预期的那样上涨，甚至不仅没涨而且下跌了，你就必须有足够的自信心，才能继续持有这些资产，甚至需要进一步加仓。你不能把价格下跌看作一个确定的“卖出”信号，换句话说，投资人要战胜市场，就不能默认市场知道得比自己多，市场做得比自己强。

但是另一方面，投资人必须知道，自己知道的东西也是有局限的，不要假定自己肯定不会出错，因为投资人必须明白，没有人能够确定无疑地知道未来宏观面的发展。投资人可能对未来的宏观面有自己的看法，包括未来经济如何走，未来市场如何走，未来利率如何走。但是他们应该知道，他们的这些看法不一定都是正确的。和上面所说的相反，投资人千万不能认为自己总是对的，市场是错的。因此，如果投资人在持有或者加仓的时候没有限制，或者没有重新审视自己做出判断所依据的事实和推理过程，那么这就是傲慢自大。

随着成功次数积累得越来越多，人们会认为自己很聪明，这是很正常的。投资人碰上一个强劲上涨的市场，赚了很多钱，就会觉得自己是精通投资

的大师了。他们对自己的看法和直觉就更有信心了。他们的投资行为所反映出来的自我怀疑就变得更少了，意味着他们更少地考虑自己出错的可能性，也更少地担心亏损的风险。这就会导致他们不再坚持买入价格足够便宜以确保拥有足够的安全边际，而正是这一点带来了他们早期投资的成功。正因如此，我们一定要牢记那句最古老也最重要的投资名言："不要把你的头脑很牛和市场很牛这两件事搞混了。"

有一个非常朴素的道理：你从成功中学不到有价值的东西。那些成功的人往往会把成功归功于自己，结果使自己看不到成功的真正原因，事实上，很多人的成功只是因为很幸运，因为得到了贵人相助。成功的投资往往只会教给人两点经验：一是赚钱很容易，二是根本不用担心风险。这是两个特别危险的伪经验。

那些成功一时的投资人也许会推断：那个让他们所选择的资产成为战胜市场大赢家的小机会，是可以被无限拓展的，但其实大多数机会是无法被拓展的。大多数投资人，包括那些一战成名的投资人，他们断定自己可以把成功复制到其他领域，想进军几个领域就进军几个领域：为他们第一次创造出史诗般成功的才智，肯定可以被广泛应用到其他地方。

那些创造成功投资的因素很难被复制。这意味着，成功这件事是具有周期性的，而不具有连续性。事实上，一个成功并不意味着下一个成功也会到来，相反，一个成功本身会导致第二个成功的可能性变小。我想引用所罗门兄弟公司前首席经济学家亨利·考夫曼的那句名言："亏钱很多的人有两大类，一类人什么也不知道，另一类人什么都知道。"（《华尔街的阿基米德》，《福布斯》杂志，1998年10月19日）

一些著名的诅咒，并非不无道理。比如"杂志封面诅咒"：体育明星登上体育画报的封面，他们的成绩就会突然下滑，再也拿不到冠军；或者企业家和投资家登上《福布斯》杂志封面，他们的业绩就会大幅下滑，再难遥遥领先。一个人能登上杂志的封面，肯定是因为这个人有一次取得了巨大成就，但是这个巨大成就，也许只是因为做出一个平常的举动而使收获远远超出预期，也许因为得到一次独一无二的机会，但以后却无法被复制，也可能因为不够谨慎小心、冒了巨大风险才侥幸成功。巨大的成绩让人登上杂志封面，其中包括因为投资业绩特别成功而登上《福布斯》封面的投资人，成功让人骄傲，骄傲让人自大，他们变得太过自信，趾高气扬，而不再自律，不再刻苦努力……因此不再具备成功的必备要素，他们也就不再成功了。

## 流行的角色

投资成功本身孕育着投资失败的种子，主要体现在，越成功，越流行，就

越会加大失败的可能性。我前面刚刚讲过，通常最容易找到投资便宜货的地方，往往会让投资大众很难理解，心里感到很不舒服，态度上就会很容易鄙视。短期投资业绩表现其实主要是流行程度大比拼，而大多数便宜货之所以存在，只有一个简单的原因，它们没有被大众普遍接受，不流行，就没人买，所以价格才会便宜。相反，那些市场表现很好的资产往往是非常流行的，因为它们有明显的优点，人们一看就知道，一看就喜欢，越流行，追着买的投资人就越多，它们涨得就越快。这形成了良性循环，直到价格被过分高估。总之，市场上流行的东西肯定不会便宜。

让我们来思考一下投资策略，有一点很关键，我们一定要深刻领会：没有什么东西能永远有效；没有什么投资方法、投资规则、投资过程能够一直战胜市场。第一，大多数证券和投资方法，在某种投资环境下，在周期的某阶段是有效的，但是换作其他投资环境，或者周期发展到其他阶段，就不灵了；第二，过去的成功本身会导致未来的成功变得不大可能。

20世纪60年代，投资股票第一次在美国社会流行起来，大家重点关注的是龙头企业，把这些龙头企业的股票称为“蓝筹股”。这些大家非常关注的蓝筹股，都是股票市值规模很大的大盘股，而那些股票市值规模小的小盘股，在很大程度上都被当时的投资大众忽略了。但是后来，投资大众终于注意到小盘股了，于是开始买入。因为市值规模小，即盘子小，即使进来的资金不是特别多，小盘股也会大涨，这导致小盘股比大盘股的市场表现得更好。投资人注意到，在小盘股股价水平追赶大盘蓝筹股的阶段，小盘股的涨幅远远超过大盘股，投资收益率也高得多，于是更多人追涨买入小盘股，而买盘增加又进一步推高股价，结果投资人自己给自己创造了上涨行情，自己给自己创造了投资收益，就这样不断地良性循环……直到小盘股的股价估值水平完全追平大盘股。到这个时点，风水轮流转，投资人的兴趣又转回到大盘股，大盘股又重新获得市场领头羊的地位。

大盘股和小盘股交替流行，后来成长股和价值股也这样交替流行。20世纪90年代后期，成长股和科技股涨得很火，市场表现远远超过那些传统行业的价值股。这种巨大的反差在1999年达到最大化，成长股那一年超越价值股近25个百分点。但是成长股急速上涨，导致它们的股价被过分高估，结果2000年到2002年科技股泡沫破裂，市场大幅回调，成长股大幅跑输价值股，这是因为此前价值股受到冷落，股价低迷，非常便宜。

换句话说，“跑赢”这个词不是绝对的，而是相对的，只不过表明一个东西比另一个东西的价格涨得更高。很明显，这种情况不会永远持续下去。不管优点多么大，A的价值不可能永远比B的价值高出很多，这意味着只要A的价格上涨的速度持续超过B，那么肯定会遇到天花板，因为A相对于B开始变得估值过高了。持有B的人，因为它表现太糟糕了，纷纷卖出B，转而去买A，自然B的市场价格越跌越低，A的市场价格越涨越高。等到最后一

个持有B的人也卖出了，市场就再也没有人卖出B了，B的价格就再也跌不动了。而A也因为再没有人买，价格也就涨不动了。这时候，B比A的估值水平便宜很多，投资吸引力自然大很多，B跑赢A的机会也就来了。

有些非常强大的力量会形成一种趋势：投资策略、投资人、投资管理机构，持续成功一段时间之后就会中止。我前面讲过，大多数想法都不能被无限拓展。关于投资，有一个特别重要的真相是，一般来说，基金经理和投资策略的业绩很好，他们就会变得很火，引来很多资金追捧，这对于基金公司来说当然是好事。但是资金规模增长会拖累投资业绩，投资策略往往在资金规模小的时候有效，而在资金规模变大后就不灵了。如果基金公司允许这些绩优基金规模疯长，放任不管，基金规模就会变得过于庞大，投资业绩就会变得很差。原来的投资成功创造了后来的投资失败。

21世纪初，可转换对冲策略很快流行开来。投资人并不看好某股票的前景，却愿意购买这只股票的可转换债券，只要他们能够按照一个合适的“对冲比例”卖空其对应的股票（请参阅我在2005年6月所写的投资备忘录《恰当的例子》）。投资人在进行可转换债券对冲操作，并获得了非常高的风险调整后，不管市场环境是好是坏，投资业绩一直都很好……直到后来有更多的资金和更多的竞争对手受到吸引也采用这种投资策略，结果导致过去那些市场定价很有吸引力的可转换债券，现在一个也找不到了。

一个重要的教训是，在一个互相连接、信息传播速度极快的世界里，任何东西，如果其市场表现持续良好，且能够产生非同寻常的利润回报，就会吸引资本不断流入，直到市场变得过度拥挤和完全机构化了，其风险调整后的预期收益率才会回归均值（甚至可能更差，比均值还低）。

与此相对应，任何东西，如果其市场表现持续糟糕，就会使其价格变得非常便宜，这是因为它们相对而言涨幅更小或者跌幅更大，投资人缺乏兴趣，而这也为估值水平过于便宜奠定了基础，让它们将来能表现优异，跑赢市场。像这样好资产变成坏资产，坏资产又变成好资产的过程，就是周期循环。投资成功的关键就是懂得周期，万事万物皆有周期，因而周期内肯定会有起起落落和重复循环。投资成功的关键肯定不是相信大家都认为的只会上涨不会下跌的股票，因为这就像相信树会长到天上一样愚蠢。

一切都是周期循环。对于投资而言，有些事情一直很有效，后来就变得不再有效了。就像伯克希尔·哈撒韦公司负责管理保险业务的阿吉特·贾恩曾经和我说的那样：“有些投资方法用来赚钱一直很容易，后来就变得不再容易赚钱了。”

- 小盘股一直跑赢大盘股，直到涨到某价格，价格不再便宜了，也就

跑不赢大盘股了。

- 趋势投资或者动能投资主张什么涨得好就买什么，和赢家在一起，有一段时间这个方法很灵。最终板块轮动策略和买入落后输家的策略取代追涨买入领先赢家的策略。

- 动能投资有一大弱点，只会上涨时追涨，不会下跌时抢反弹。而“逢低买入”这个策略正好相反，让很多投资人能充分抓住这个弱点而取胜，直到有一天出现了一个大问题（或者市场不再反弹了），导致价格下跌之后是更大幅度的下跌，没有快速反弹，只有下跌再下跌，你一次又一次地逢低买入，越低越买，结果却是越买越低。

- 风险资产跑赢市场，其超额收益主要来自这些资产由于具有风险而受到过度惩罚，价格跌得过低。后来这些风险资产的价格开始上涨，涨到和安全资产相当，此后它们就开始跑输市场了，直到它们的价格水平再次下跌，一直跌到能够再次提供足够高的风险溢价的水平，它们才会重新跑赢市场。

基本原则很清楚，没有东西会永远有效。有一点很关键，每个人都相信世上总有东西会永远有效，但正是此时那个东西肯定会变得不再有效了。我要说：“在投资事件中，每件重要的事都是反直觉的，每件大家都觉得很明显正确的事，其实都是错误的。”

也许，受流行影响的最好例子是在1979年发生的，它是亲身经历过那个年代的投资人很难忘记的一件事。在此前近十年的时间里，股票市场表现得非常糟糕，这让投资人很受伤。1979年8月13日出版的《商业周刊》杂志，其封面故事是《股票已死》，这篇文章推断出的结论是股票完蛋了，这个推断的每一条理由都和本书的观点完全相反。

这篇文章引用了很多理由来说明，为什么股票过去十年的糟糕表现将会持续下去：

- 700万名美国人放弃投资股票。

- 很多其他投资方式的业绩表现比股票好得多。

- 养老金基金的投资转向黄金等“硬资产”的投资。

- 通胀已经削弱了企业提高盈利的能力。

这篇文章接着说：

> 即使那些现在还留在金融市场上的机构，也把资金投入短期债券投资，以及那些“替代股票”的投资。比如，抵押贷款支持票据、海外证券、风险投资、租赁、保证保险合同、债券指数、股票期权和期货。

这篇文章得出的结论是：

> 那种投资旧观念认为，应该买入并持有稳健的公司股票，把它们作为个人一生储蓄和退休养老金的投资支柱，现在这种投资旧观念已经消失不见了。一个年轻的美国公司高管说：“你最近参加过美国上市公司的股东大会吗？那些买股票的人都是因循守旧的老家伙。现在大家都不流行在股票市场玩儿了。”

文章的总结是，股票已经变得很不流行了，因此股票再也不会好起来了。用高度简单化的第一层次思维来推断的人会说：“过去十年，股市表现很糟糕，导致股票现在一点儿也不流行了，这预示着将来股票还会继续表现得很糟糕。”相反，有洞察力的投资人能够运用第二层次思维做推断，过去十年，股市表现得很糟糕，自然会导致现在股票一点儿也不流行，但是这意味着现在股票价格很便宜，估值水平很低，而这么低的估值水平预示着股票将来会有良好的市场表现。

而就在《商业周刊》1979年刊登《股票已死》这篇文章之后仅仅3年，也就是1982年，美国历史上最大的一波牛市就开始了，这篇文章实质上说的不是股票已死的充分理由，而是股市即将雄起的充分理由。1979年8月13日在这篇文章发表的时候，标准普尔指数才站上了107点，到2000年3月，标准普尔指数涨到了1 527点，21年累计涨幅超过14倍，年化收益率高达13.7%。这些数字还没有计入股息分红，如果计入股息分红，那么这21年的总收益率会超过28倍，年化收益率会达到17.6%。这个案例带给我们的教训非常简单：投资人应该极力避开那些十分流行的资产。相反，那些一点儿也不流行的资产反而是投资买入者的好朋友。简单地说，流行程度与赚钱机会成反比。

## 公司的角色

从成功这个角度来看，公司的发展也是起伏不定，也是基于一系列因果联系的事件。我亲眼见过施乐这家大公司的跌宕起伏。

施乐公司是办公复印机行业的巨头，第一个采用了“干法”静电复印技术，让我们能摆脱原来操作很麻烦的“湿法”直接复印技术，从此我们自己在办公室里用操作简单的静电复印机就可以复印了。20世纪60年代后期，我当时还是一个研究办公设备的菜鸟证券分析师，施乐是我调研的第一家上市公司。那时候，施乐公司垄断着“干法”静电复印技术，看起来它完全掌控着自己的命运。那时我的师傅是一名高级证券分析师，经常带着我这个小徒弟去拜访施乐公司。接待我们的是施乐公司的“分析师联系人”（相当于中国上市公司证券事务代表），他对施乐公司产品线上每种型号的复印机都了如指掌，他会帮忙计算公司的预期销售收入，主要看两项指标：一项指标是下一年施乐公司会生产多少台复印机，另一项指标是每台复印机的年租金收入有多少。

由于施乐公司占据市场主导地位，因此基本上公司预测会有多少销售收入，就能真正实现多少销售收入。施乐公司垄断了静电复印技术，所以可以采取垄断性价格，完美地配合其出租复印机的数量规模，从而让自己获得非常高的利润。因此施乐公司坚持短期租用的模式，它可以像短租公寓一样一年到期就提价，而拒绝出售设备或者长期租用。

但是施乐公司的管理层也许忽视了一点，公司这么高的利润率是无法长期持续的。1975年，施乐公司卷入一起反垄断诉讼，政府指控施乐公司操控复印机市场，施乐公司败诉，政府许可其他公司使用其强大的复印专利技术。从此，竞争对手开始生产和销售自己的复印机，和施乐公司进行价格竞争，抢走了很多原来短期租用施乐复印机的客户。结果，施乐公司的美国复印机市场份额大幅减少，从接近百分之百降到百分之十几。因为施乐当时是行业龙头，占有大量市场份额，降价虽然有利于竞争新业务，但降价会伤害手上现有的庞大的老业务。施乐那些竞争对手做的事，就是现在被称为“竞争性毁灭”的早期案例。

1968年，由于占据市场垄断地位，而且既拥有强劲的成长性，又有很高的盈利能力，施乐公司是当时漂亮50明星股中的领头羊。我在前面说过，市场普遍认为，这50家公司的竞争实力太强大了，公司利润增长太快了，以至可以说它们“不会出任何坏事”，它们的“股价再高也不算高”。但是树长得再高也长不到天上去，企业再成功也不会永远成功。

施乐的行为招来激烈的竞争，而这种竞争是公司管理者没有预料到的，也就没有事先做好准备以应对激烈的竞争，多种因素加在一起，让施乐公司在21世纪初经历了严重的困难时期。

公司和人一样，往往一成功就变了。公司成功之后的所作所为，却注定要毁灭成功。这些企业在获得成功之后的自我毁灭行为包括：

- 开始自得自满，变成“快乐的大胖子”。
- 变得官僚主义，行动迟缓。
- 未能采取妥善措施保护现有竞争地位。
- 停止创新，不再与大众保持一致，而加入了平庸的大众。
- 认为自己做任何事情都能做得非常好，因而会冒险进入超出它们能力范围之外的陌生领域。
- 以上公司成功之后的行为以及其他行为，表明成功真会孕育失败的种子。但是好消息是，我前面也说过，失败也孕育着成功的种子。
- 一旦受到攻击，公司就会重新受到刺激，获得动力，找到目标。
- 它们能摆脱官僚主义臃肿的机构和制度，严肃认真地对待竞争，一心一意地努力赚钱。
- 公司不成功发展到最惨的地步，可能会经历破产、瘦身，还可能会甩掉亏损的企业生产线、不赢利的营业场所、烦琐的合同和负担过重的债务（企业破产之后，原来的股东当然也会损失全部股权）。

后来，瓦汉·简吉恩在2002年回顾分析了施乐公司的复苏之路：

> 2000年，一个新管理团队上任，开始实施很多重组计划，目标是让施乐这家公司重新赢利。这些措施包括激进地削减成本，砍掉13 600个岗位。施乐公司还出售了它的中国内地和香港地区的业务，将其卖给了日本富士公司，并获得了富士施乐这家合资公司50%的股权。此外，施乐公司让通用电器资本公司接管其应收账款的融资，帮公司收回了27亿美元的资金。施乐公司退出了小型办公和家庭办公业务。
>
> 2000年4月，施乐公司同意支付1 000万美元，终结美国证监会对施乐公司持续两年的调查。按照协议的要求，施乐公司重述了过去的财务报表数据。除此之外，施乐公司还成功地与贷款机构合作，重新协商其债务协议，达成更加容易履行的条款。也许最重要的是，施乐公司不断地改进产品，现在的产品价格和质量都变得更有竞争力了。
>
> 这些努力取得了成功，施乐公司重新获得了盈利，且早于预期时间……基于其经营运作的显著改善，我们认为，施乐公司的股票在目

前的价格水平上，十分值得买入。（《施乐公司从悬崖边起死回生》，《福布斯成长投资人》，2002年10月）

由于公司的生命持续时间并不像经济和市场那么长，所以公司成功的长期周期也不会太长。但是在公司的整个生存期间，公司的盈利会导致亏损，而亏损又奠定了未来盈利的基础。从成功走向失败，又从失败走向新的成功，这样不断循环，就是一个企业成功的周期。

## 时机的角色

有很多因素对个人成功或者公司成功影响巨大，其中一个就是时机。和其他因素一起，好时机能帮助你在一个高于平均水平的时间点参与其中，乘风而起，更容易成功。好时机让施乐公司在20世纪60年代称霸复印机市场，也是好时机帮助我在投资管理事业上脱颖而出。比如，我在高收益债和不良债权投资这两个领域能够投资成功，主要因为入市的时机好。

1978年我从花旗银行股票投资研究部转到固定收益部管理债券投资，此后不久，我接到了一个电话，它改变了我的人生。我的上司在电话里说：“有一个来自加利福尼亚州的家伙叫米尔肯，他正在研究一种叫高收益债的东西。有个客户想要做那种债券的投资组合。你能研究清楚这个高收益债是什么东西吗？”

1977年或者1978年，才开始有机构投资人参与投资高收益债。也正是在这个时候，迈克尔·米尔肯第一次成功地说服投资人相信，信用评级低于投资级的企业发行债券也是可以投资的，投资机构买这些低于投资级的债券也是可以获得收益的，只要利率足够高，能够弥补其高风险就行。我第一次参与投资的时候，整个高收益债的市场规模还不到30亿美元。绝大多数投资机构都有一条行规，拒绝买入信用评级低于投资级的债券，它们鄙视地称这种债券为“垃圾债”。穆迪评级公司在债券分类时排斥评级为B的债券，称“B评级债券未能具备理想投资特征”。

这些高收益债因受到鄙视和排斥，不十分流行，所以它们一直是被低估的便宜货。很早就参与投资这些债券，价格这么便宜，怎么能说不是很大的福气呢？

十年后，我又一次碰上了好时机，遇到了既精通法律又有战略眼光的布鲁斯·卡什，再加上精通信贷的谢尔登·斯通，我们“三个火枪手”组成了一个投资团队，设立了一只不良债权投资基金，可以说这是大型金融机构首次进入不良债权投资领域。还有什么投资比不良债权投资更危险和更不靠谱的吗？还有什么投资比不良债权投资让人更加害怕、避之唯恐不及吗？换句

话说，还有什么地方比不良债权投资既能非常赚钱又能非常安全吗？

上面提到的我个人进入高收益债投资和不良债权投资基金的经历，以及其他一些投资能成功的一个重要原因是我很幸运，我遇到这些资产类型的时机非常好——当时这些资产类型还没有被很多人发现，也没有很多人进来疯抢，因此它们的定价非常便宜。基本上一个人独占整个市场时，还有什么事能比这样赚钱更容易呢？相比之下，如果每个人都发现这个市场能赚大钱，都看明白了从这个市场赚大钱的门道，都想挤进去抢夺赚大钱的机会，那么你想打败大多数人，赚到相当体面的业绩，简直太难做到了。这样和很多人一起竞争，可算不上真正的成功之道。正如巴菲特所说的："最先做的是聪明人，最后做的是傻瓜"。你进入市场，结果发现现在市场里面人很多、非常拥挤，那么你肯定不是巴菲特所说的那种先知先觉先下手的聪明人，而更有可能是后知后觉后下手的愚蠢人。先下手为强，后下手遭殃。我们这些很幸运的能够先下手的人都知道，我们投资能成功，并不都是因为我们自己做得好，还得有好时机配合才行。

这让我想起了亨利·菲利普斯的名言。菲利普斯是安德鲁·卡内基和亨利·克莱·弗里克的合伙人，和这两个19世纪最伟大的企业家相比，他的名气要小多了，但是他的智慧和成就可不小。1899年菲利普斯写下了这段话：

> 好时候，就像现在一样，会产生糟糕的时候；这个规律，就像钟摆摆动一样确定无疑。我们从自己的亲身经历知道这些最基本的道理。我们是否能够有意识地把这些道理付诸实践？（乔治·哈维，《亨利·克莱·弗里克传》，2002年）

同样对于很多人来说，他们的成功也许仅有一次，而不是预示着更多更大的成功会接踵而来，就像他们习惯性地相信好事不会接连发生一样，因为好时候过去了，以后的环境和条件不会继续像过去那样有利。好时候会鼓励投资人做出一厢情愿的投资决策，但是好时候也会引来糟糕的时机，因为你没有预料到时运变化，这些乐观的决策根本经不起严峻考验。

不仅好时候后面会有糟糕的时候，而且就像其他很多类型的周期例子那样，好时候经常会被迫发展为糟糕的时候。好时候经常导致不理智的债券发行（就像我们在讨论不良债权周期时所看到的那样），或者导致过度建设（就像我们在讨论房地产周期时所看到的那样）。

摩根士丹利投资管理公司首席全球策略分析师沙尔玛，在《国家兴衰》一书中分析新上任的新型改革派的影响时说："改革会带来增长和好时候，好时候则会鼓励骄傲自大，而这会导致一场新危机。"这句话实质上说的

是国家的成功也有周期，好时候经常会被迫演变成糟糕的时候。

亨利·菲利普斯早在1899年就指出，历史表明这些趋势很明显，关键的问题是，我们是否能足够敏锐又不动感情地保持客观冷静，明白好时候并不一定会带来更多的好时候，因此成功其实也是具有周期性的：失败是成功之母，而成功是失败之父。

让我们回到查理·芒格所引用的古希腊政治家和演说家德摩斯梯尼的那句名言："人希望得到什么，就会相信什么。"换句话说，人往往会一厢情愿。一厢情愿的想法导致投资人相信，好时候后面还会跟着更多好时候。但是这种一厢情愿的想法，忽视了万事万物皆有周期，特别是成功这件事，它的周期性特别明显。

# 17
# 周期的未来

> 人容易走极端的倾向，永远不会终止，因此，这些极端最终必须得到修正，而不是周期的发生会有改变。经济和市场从来不是走一条直线，过去不走直线，未来也肯定不会走直线。这就意味着，投资人能够理解周期，就能够找到赚钱的良机。

本书写到这里，我已经讲了很多过去的事情，也讲了一些现在的事情。我要最后总结全书了，也讲一讲未来。

回顾我的投资职业生涯，一路走来，我亲眼见过很多次这样的情况。那些专家学者说，这种周期或者那种周期再也不会重复发生了。他们的理由有很多种，包括经济富有活力、金融不断创新、企业管理进步、中央银行行长和财政部部长无所不知，由此他们分析认为，经济周期也好，企业盈利周期也好，周期性波动将来再也不会重复发生了。

我花了一些时间思考这个主题，后来我在1996年11月写了一份投资备忘录《这次会有不同吗》。在文中，我首先引述了前几天《华尔街日报》上刊登的一篇文章——这篇文章详细地叙述了很多理由，由此推断，美国这一波经济增长将会继续下去，再也不会出现经济衰退了。这篇文章开头第一段说：

> 从公司董事会会议室到家庭的起居室，从政府的办公室到证券交易所的交易大厅，已经普遍形成了一个新共识：经济增长周期波动已经得到驯服了。

这一轮经济增长到现在已经持续了67个月，远远超过“战后”平均水平。不仅如此，《蓝筹股投资通讯》调查访问了53个“顶级”经济学家（他们都是我最喜爱的专家，也是我在1996年7月写的投资备忘录《预测的价值》中的第二部分所讨论的主题），其中51名专家预测下一年美国经济的增长率为1.5%，甚至更高。密歇根大学的调查发现，在消费者中预期未来还会出现5年好光景的人数更多，而预测将来会出现差光景的人数更少。

西尔斯百货公司的董事长说：“经济增长后必定会发生经济衰退，这种说

法不对，根本不存在这样的规律。”美国第五大石油公司阿莫科公司的董事长说：“我想不出任何理由相信，这一轮增长不能持续5年。”著名食品集团莎莉的首席执行官说：“我不知道会发生什么事情，能造成经济周期下行。”（《经济周期已经被驯服了，很多人这样说，很多人惊呆了》，《华尔街日报》，1996年11月15日）

这些人在1996年斩钉截铁地说，从此经济周期的波动不会再来了，经济只会持续地向上增长，再也不会向下衰退了。很明显，这并不是真的代表周期从此不再来了。相反，5年之后，2001年就出现了一波轻度衰退，几年之后，2008—2009年又发生了全球金融危机，引发了有史以来最大的大衰退，这很可能是我们在这个世界上所经历的最强烈的周期下行。我在1996年11月写的投资备忘录《这次会有不同吗》中，也引用了很多其他著名企业领导人的类似判断：

“我们现在的经济繁荣只会继续，不会中断。”

“有人说，我们美国经济现在的繁荣将来肯定会消失，再度发生经济衰退……我忍不住要大声地提出反对意见。”

“我们正在步入美国历史上一个黄金时代，现在只是开始。”

“美国经济的基本面……建立在一个稳健的、繁荣的基础上。”

在考量这些说法合理性的时候，有一点很重要，提出这些看法的人，都是鼎鼎大名的大人物：皮尔斯–箭头汽车公司的总裁，纽约股票交易所总裁，布什码头公司总裁，美国总统。排在第一位和第三位的那两句话，其实是很久以前说的，甚至你可能猜出来说它的人是赫伯特·克拉克·胡佛总统。这些大人物说这些话的时间是在1928年到1929年，这些话是吉言，但当时可不是吉时，很快美国就陷入了有史以来最大的衰退，且困扰整个世界超过十年。这些大人物说，经济只会增长而不会放缓，经济周期已经消失，经济将来再也不会出现衰退，结果却错得离谱。

2000年后，美国经济“永远繁荣”的预测又重新抬头。尽管这次没有直白地说“再也没有周期了”，但是很多投资家、银行家、媒体坚信，风险没了。实质上，周期没了，风险没了，两种说法是一回事。

美国前任财政部部长蒂莫西·F.盖特纳在自传《压力测试》中，这样描述2003年他来到美联储时所感受到的气氛：

> 经济学家开始争论，美国经济能保持这么多年的稳定发展，是否形成了一个新常态时代，一个稳健增长的大时代，一个弹性适应冲击几乎可以持续到永远的新时代。大家越来越有信心地认为，可以开发衍生产品和其他金融创新来对冲和分散风险，用更好的货币政策来应对经济下滑，用更好的科学技术来平滑存货周期。这三条长绳缚住苍龙，从此毁灭性的大灾难会成为过去，永不再来。

这种经济学家所标榜的永久性经济繁荣，还有一个好听的名字叫“大稳健”。这意味着，经济持续稳健地增长，已经成了大家普遍的认识。这样就符合我所说的最危险的情况：最危险的地方，就是大家普遍相信根本不存在危险的地方。很多媒体发表文章提到，以下三种力量导致风险被消灭：美联储无所不知又无所不能，那些现金流充裕的国家对美国证券的需求持续不断地增长，华尔街有重大金融创新。

所有这些公开声称“周期已经消失”的说法，不仅仅是完全错误的，而且非常值得我们注意，每次这种说法出现的时间点都正好是在经济出现一波上涨达到周期最高点的时候，或者这些媒体大量传播“周期已经消失”的说法，肯定起到了煽风点火的作用，推动经济更快地增长。而之后发生的事件，可不是一般的痛苦：1929年到1939年的美国经济大萧条，2000年到2002年美国股市三年大跌一半（这是1929年以来第一次连续3年下跌），2007年到2008年全球金融危机。

在这篇投资备忘录《这次会有不同吗》中，我先是回顾了前面引述的那些盲目乐观的说法，目的是对这个主题得出我认为非常重要的结论：

> 当然，这些观察分析并非表示周期不会重复发生，而是表明那些展望未来的人变得过于自信了。经济周期、企业周期、市场周期将会继续循环发生，只要有人参与做出关键决策，就会有周期循环。我认为这意味着周期将会一直循环，直到永远。
>
> ……有一个时间，我们完全有理由说，市场将来会变得更好，那就是市场处于谷底的时候，每个人都在疯狂地抛售，价格都是白菜价。而当市场创出历史新高，投资人过度乐观的时候就非常危险了。务必牢记，过去市场走势一直有周期，将来市场走势肯定也会有周期。

“这次不一样”，是投资世界最危险的5个字，特别是在市场价格走到历史上极端估值水平时就更加危险，可是这个时候说“这次不一样”的人特别多。

在这种情况下，人们说“这次不一样”，其实他们想表达的意思是，过去产生周期循环的规则和过程已经暂时中止了。但是过去金融市场的周期波动，并不是由于物理规律或者科学规律发挥作用而产生的。在科学上，前面有因，后面就会有果，两个事件之间的因果关系是非常稳定可靠的，每次重复都有同样的结果，因此我们可以很有把握地说，“如果发生A，那么就会发生B”。但是在金融世界和商业世界尽管确实也有一些基本原理发挥作用，但是由此总结出来的真理，和科学上的真理有非常大的不同。

究其原因，就像我多次重复说过的那样，因为有人参与。人的决策对经济周期、企业周期、市场周期产生了巨大影响，事实上，经济、企业、市场的构成要素就是人和人之间的交易。而人做的决策，并不是科学的。

有些人会把历史、事实、数据考虑进来，有些人做决策像一个“经济人”。但是即使最不动感情、最坚忍的人，也容易受到人的影响，而失去客观性。

著名的物理学家理查德·费曼写道：“想想看，要是电子有感觉，研究物理学会是多么困难！”也就是说，如果电子有感觉，我们就不能指望电子总是做出科学家所预期的电子会做的事情，那些物理规律就会有时起作用，有时不起作用。

关键人是有感觉的，而且人才不会让那些所谓的神圣不可侵犯的科学规律绑住手脚。人总会把情绪和性格上的弱点带进自己的经济决策和投资决策中。人们会错误地在本来不该过于兴奋的时候变得特别兴奋，又会错误地在不该过于沮丧的时候变得特别沮丧，这是因为人容易在诸事顺遂的时候过于夸大周期上行的潜力，而人又容易在诸事不顺的时候过于夸大周期下行的风险，因此人的参与会让趋势走到周期的极端。我在上本书《投资最重要的事》中写的几段话可以作为基础，引导我们回顾关于周期持续性的几个要点：

> 我们这个世界存在周期的基本原因是人类参与。机械性的东西会走一条直线。时间只会向前持续不停地运动。只要有充足的动力，机械也会这样持续不断地运转。但是历史和经济这些与人有关的过程，其运动轨迹不是一条直线，而是多变的曲线，它们的变化有周期性。我觉得这是因为，人是情绪性的，很难一直保持客观，不会始终保持一致，也不会一直稳定不变，人经常是反复无常的。
>
> 客观因素确实在周期中扮演着一定分量的角色，比如量化关系、世界性事件、环境变化、科技发展，公司决策等。客观因素都会影响周期，但是人在分析这些客观因素时，心理和情绪会起作用，导致投资

> 人过度反应或者反应不足，从而决定周期波动的幅度会过大或过小。
>
> 人们如果感觉良好，觉得事情现在进展得顺利，就会对未来非常乐观。他们的行为也会受到这种乐观心态的强烈影响。他们会花更多钱，存更少钱。他们会借钱来满足个人享受，或者借钱来提高自己的盈利能力，尽管这样做会让他们的财务状况更加危险（当然像风险这样的概念，人们在满心乐观的时代，就会通通忘记了）。然后，他们变得愿意为得到现在的价值，或者为得到未来的价值，支付更高的价格。

投资人往往只看一步之遥的过程，赋予其机械般的可靠性，并按照这种非常稳定的可靠性过度推理。他们忽视的是情绪扮演的角色：贪婪时助推周期向上走，恐惧时助推周期向下走。

情绪在周期里发挥的作用，有两个方向：第一，情绪放大客观因素的力量，由此导致周期走向极端，而最终不得不进行修正；第二，情绪导致市场参与者忽视周期性事物的周期性，而正在此时，意识到周期波幅过大至关重要，也是最有可能投资盈利，或者最有可能避免亏损的时机，比如熊市和牛市的第三阶段。

下面这段也来自《投资最重要的事》，也许可以用来帮你总结关于周期一再重复发生的观点：

> 周期循环一再发生，永远不会停止。如果真有那种完全有效的市场，或者人们做的决策完全只靠数字计算而不动感情，那么也许真的会把周期（或者至少是走到极端的周期）驱逐出市场。但是永远不会有这种情况。
>
> 经济会有增长和下滑，因为人们的消费支出既会增长又会减少，而消费支出增加或减少，是因为人们对经济因素或者经济体系之外所发生的政治事件和自然事件所做出的情绪反应不同。在经济周期上行阶段，人们会预测未来形势一片大好，从而过度扩大生产设施和增加存货；而当经济掉头下行的时候，这些生产设施和存货会变得过剩，从而增加负担。银行在经济增长良好的时候，会过度慷慨，企业能用很便宜的成本获得很多资金进行过度扩张；而后来当事情变得不好的时候，银行又会收紧银根，再好的企业也难获得资本。当公司经营状况良好的时候，投资人会对公司的股票做过高估值；而当公司业务遇到困难的时候，投资人又会对它们的股票做过低估值。

> 忽视周期，简单地外推趋势，是投资人所做的最危险的事情。投资人的行为经常建立在一厢情愿的想法上：公司现在做得好，投资人就倾向于认为将来会一直这样好下去；投资的资产现在跑赢了市场，投资人就容易认为将来会一直跑赢市场。反过来也是一样的：公司现在做得不好，投资人就容易认为将来会一直不好下去；投资的资产现在跑输了市场，投资人就容易认为将来会一直跑输市场。其实，更有可能出现的情况完全相反。

深入理解情绪和情绪导致的过度行为，是本书的一个关键。周期性偏离长期趋势线，主要产生于人的过度行为以及最终走到极端之后出现的修正。证券市场明显是这样的，证券市场实质上不过是投资人做出决策的集合（投资人的决策经常像羊群一样盲目地追随大众），他们希望自己的决策后来被证明能够赚到钱。但是经济和企业其实也是这样的；经济和企业也许看起来像独立、运行良好的机器，但是经济和企业本质上不过是一群人在做决策，因此会周期性地偏离长期趋势。

> 菜鸟投资人看到这种现象，也许会相信一些以前从来没有发生过的事情，比如他们认为从此没有周期。但是第二次，甚至第三次经历了周期后，这些投资人吃过亏了，上过当了，有经验了，就应该认识到像周期消失这种事，过去从来没有发生过，将来也永远不可能发生。认识到这一点，投资人以后做投资就有优势了。
>
> 下次，当你面对一个以“周期已经中断”为基础而建立起来的交易时，记住，要是你赌周期不会再来，那么你必输无疑。（《投资最重要的事》）

我在22岁的时候刚做投资，那是1968年，我这个投资菜鸟，刚好赶上了漂亮50明星股的投资热潮。我身边的人都比我有经验得多，天天滔滔不绝地大谈漂亮50明星股，以及这50家公司多么伟大，它们的成长潜力大到无边无际——任何坏事情都不会发生在这50家伟大的公司身上，因此漂亮50明星股的股价没有上限，只会越涨越高。我这个只有22岁的投资菜鸟，听了这么多投资老手的话，就全信了，至少我不记得自己质疑过他们的看法。他们觉得漂亮50明星股永远只会涨不会跌，这种看法太极端了，完全不合逻辑。因此，我也很幸运，刚做投资就让市场给我上了一课，让我深刻地理解周期、价值、风险。我当时因为刚参加工作，没有多少钱，所以只在这些错误的投资理念上下了很小的赌注，交的学费还不算多。

市场给我不断地上课，我也不断学习，不断成长，慢慢变得不再那么天真

和幼稚了。1973年，市场给我上了一堂石油行业周期课。当时阿拉伯石油国家对美国实行石油禁运，我组织花旗银行做出反应，当时美国的油价从20美元一桶猛涨到60美元一桶，能源分析师看不到还有什么能阻碍油价持续上涨。1980年市场给我上了一堂电脑行业周期课，电脑这个伟大的发明导致20世纪80年代出现了非常多生产磁盘驱动器的企业，后来事实证明这些企业的数量远远超过了实际需求。

后来，凭借过去积累的几十年投资经验，我能够看清市场是不是走过头了，20世纪90年代后期我能够看出科技股、网络股、电子商务股的大泡沫涨得过度了，此后又能看出来正是资本市场毫不怀疑的行为最终导致2007年到2008年全球金融危机发生。能看出市场过度上涨或者过度下跌，以及市场涨跌过度如何助长周期，需要一个学习的过程，这是每个投资人需接受的教育中必不可少的重要部分。

~~~

人们容易走极端，永远不会停止，因此，这些极端最终必须得到修正。周期不会发生改变。经济和市场从来不是直线运行的，过去不是，未来也肯定不是。这意味着投资人只要能够理解周期，就能找到赚钱的良机。
~~~

# 18
# 周期精要

> 最后，我从书中精选出一些段落，集中在一起，因为我觉得这些段落的内容非常重要，能够大大地帮助你理解周期、周期的起因、如何应对周期，以此结束本书。我一般保持原文不变，只有觉得必要时才会稍加改动，以便这些内容能够单独地被列在这里。这并不是本书全书的摘要，只是重新回顾书中一些关键的要点。
>
> ——霍华德·马克斯

我自己是这样想的，投资成功就像中大奖，这就好像从彩票箱（可能出现的结果的完整区间范围）中抽到一张彩票（最终发生的结果）。每种情况都是从很多可能出现的结果中选择某结果，这可能是十里挑一、百里挑一，甚至千里挑一、万里挑一。

卓越投资人比一般投资人强在哪里？卓越投资人的感觉更好，更能想象出抽奖箱里大概有哪些彩票，因此他们更能判断花钱买彩票参加抽奖值不值。换句话说，卓越投资人，其实和其他所有投资人一样，都不知道未来究竟会怎样，但是，卓越投资人对未来趋势的理解明显超过一般投资人。

～～～

我们在周期上所处的位置发生变化，我们的赢面就会变化。如果不能相应地改变我们的投资占位，我们面对周期就会消极被动。换句话说，我们忽视了主动调整以改变胜率的机会。但是我们如果既懂周期又会利用，就可以顺应周期的趋势把投资做得更好：当赢面对我们更有利时，我们可以增加赌注，投入更多资金买入资产，提高组合的进攻性；相反，当赢面对我们不利的时候，我们可以退出市场，把钱从赌桌上拿回来，增强组合的防守性。

～～～

在我看来，在某具体的时点上，要优化投资组合布局，最有效的方式是要决定在进攻和防守之间保持什么样的平衡比例。我相信，攻守平衡应该与时俱进，以应对投资环境的整体变化，以及投资环境中的很多因素在其周期中所处位置的变化。

关键在于“校准”。你的投资规模，你在不同机会上的资本配置比例，你持有资产的风险，所有这些都应该校准，你将一个从进攻到防守的连续体作为标尺来校准……当得到价值的价格相当便宜时，我们应该积极进攻；当得到价值的价格比较昂贵时，我们应该撤退防守。

～～～

关键的一点是，投资人生活的这个世界，周期上下震荡，钟摆来回摆动。周期震荡，钟摆摆动，有很多形式，涉及很多种类的现象，但是它们背后的根本原因及其产生的模式有很多共同点，而且在一定程度上保持不变，甚至多年之后仍然如此。马克·吐温有一句话很有名，尽管并没有证据表明这句话确实是他说的：“历史不会重演细节，过程却会重复相似。”

不管马克·吐温有没有说过这句话，它都很精彩，概括了本书所讲的很多东西。周期有很多方面，比如原因及其细节、时间及其持续时间，它们都会变化，这一点虽然不同于历史，但是周期都会呈现上涨和下跌（背后都有相似的原因），这种模式会永远重复出现，引起投资环境的变化，从而引发投资行为的变化。

事实上，经济、企业、市场的表现在短期内会受到多种因素影响，其中受到人为因素的影响特别大。人类并不是像自然因素和物理因素一样稳定，相反，人类行为随着时间变化而变化，这往往因为人类“心理”方面的变化。周围环境变化，人类行为也肯定会随之变化……但是有时候，尽管环境没有发生变化，人类行为也会发生变化。

～～～

我前面说过，周期的波动起伏都围绕着中心点。周期的中心点——人们经常视其为长期趋势、常态、均值、平均值，或者称之为“中庸之道”——（大家一般都认为）在某种程度上被认为这个水平是“正确且合适的”。周期若处于极端状态，大家会认为此时失常了或者过度了，通常周期会回归正常水平。一种事物处于周期性波动时，大部分时间不是高于均值，就是低于均值，最终在走到极端后，又会反转向均值的方向回归，通常它都会符合这样的规律。从处于周期的极端最高点或者极端最低点，回到中心点，这一过程经常被称为“均值回归”。均值回归这种趋势很强大，也很有道理，在大多数行业都是如此。但是，当回顾前面我们所列出的周期各阶段时，你就会看到，周期模式通常包括两种方向相反的运动，既有均值回归，从极端的最高点回归中心点（复苏、反转、再次复苏三个阶段），也有均值偏离，从理性的中心点移向非理性的极端（上涨、下跌、再次上涨三个阶段）。

合理的中心点，经常发出一种磁性般的吸引力，将其周围周期性摆动的事物，从极端拉回“常态”。但是事物回归中心点之后，却往往不会在此停留很长时间，而是继续摆动下去。正是这股力量，让事物从一个极端摆回中心点。这股力量会继续发挥作用，让其在到达中心点后，继续摆动下去，而且越摆越远，摆向另一个相反的极端。

这种周期模式十分可靠，我们要学会识别和接受，这一点非常重要。细节会变，比如摆动的时机、时长、力量、速度，以及这些细节背后的重要原因。这些周期的细节部分，可能都属于马克·吐温所说的“历史不会重演细节”。但是周期的细节背后的基本运动模式，往往非常相似。



牛市过后熊市到来的信号基本一样：过度的乐观情绪是一件危险的事；风险规避是维护市场安全必不可少的关键因素；过度慷慨大方的资本市场最终会导致不明智的融资，造成参与者发生危险。概括来说，具体细节就像音符一样并不重要，甚至是无关紧要的。但是基本模式就像主旋律一样至关重要，绝对有再次出现的趋势。理解这种趋势，并能够识别再次出现的同一模式，是我们应对周期的重要因素之一。



周期经过中心点后会继续移动，偏离中心点。周期偏离中心点的程度越失常，越过度，就越有可能引发大混乱。周期如果向一个极端点摆动得越远，回摆的力度就可能越猛，造成的破坏可能越大，因为促使周期运行到顶部阶段的有效行为，在周期运行到其他阶段时，其效果就会变差，甚至会起反作用。

换句话说，随着周期从中心点向极端靠近，周期所造成大混乱的潜力变大：经济增长“太快了”，企业盈利增长“太好了”，股价上涨“太高了”，其结果往往会是涨得越高，跌得越惨。股市小幅上涨之后，必有回撤，股市中幅上涨之后，必有回调。牛市之后，必有熊市。大泡沫之后，必有大崩盘。



大多数人都认为，这些事件是一个接一个地按照固定不变的顺序发生的：先是一波上涨阶段，后面跟着一波下跌阶段，后面又是一波新的上涨阶段。但是要完整理解周期，这还远远不够。在周期存续期间发生的这些事件，不应该只被看作一个事件接着一个事件地发生，而应该被看作一个事件引发下一个事件，因果关系远远重于先后顺序。

~~~

我所称的周期性现象，并不是完全来自机械的、科学的、物理的运动过程，有时它们与此根本无关。周期如果能像科学一样有规律可循，就会很可靠，也很容易预测，但是我们也很难从中获利。（这是因为巨大的利润来自同样的事情有些人比其他人看得更准，如果周期完全可靠也完全可以预测，那么世上根本不会有见识高人一筹的人了。）有时，这些不是特别规律的周期有一个基本原则（有时候，它们也没有），但是大部分变化都要归因于人类在创造周期中所扮演的角色。人类参与这个创造周期的过程，由此导致人的情绪和心理倾向影响周期现象。概率或者随机性也对某些周期影响很大，人类行为也对这些周期的生成有很大影响。这些周期能够存在，很大程度上是由于人类的行为，但是这些周期的波动有随机性，因此它们也不可靠。这在很大程度上也是因为人类的行为。

我们努力想要看透人生，方法是识别模式，进而找到人生获胜的公式。这条路，说起来很简单，但在很大程度上，做起来很复杂，因为我们生活的这个世界充满随机性，同样的事情，同样的情况，人们的行为却前后不一，甚至他们即使想和上次做得一模一样，也很难做到。过去的事件受到随机性因素的影响很大，因此未来的事件肯定也会如此，我们肯定无法完全准确地预测。这让人感到不高兴，因为随机性，也就是我们通常所说的运气，让我们的人生难以预测，难以制定规则，难以永保安全。因此我们寻找那些可以让自己理解事物的解释，而且经常做过了头。我们在投资上确实如此，在生活的其他方面也是如此。

~~~

为什么心理和情绪钟摆很重要？我在本书里所谈的经济周期、企业周期、信贷周期、市场周期向上摆动或者向下摆动会走过头，主要因为（也代表着）投资人的心理和情绪走过头了。

企业周期、金融周期、市场周期，在上行阶段大多都会走过头，不可避免地在下行阶段也往往会走过头。这种周期容易走过头的现象，都是投资人心理和情绪钟摆摆动过度所造成的结果。因此，理解和警惕这种心态的过度摆动，是对投资人的入门级要求，只有这样，人们才能避免周期性波动走极端所造成的伤害，也才有希望从中获得盈利。

我们一提到增长和升值，就会让人感觉是“对的”，是“健康的”。但是如果这些市场参与者以那些股市长期收益率的正常水平为参照来建立自己的投资行为，那么整个投资世界会更加稳定，不可能会有狂风巨浪，他们也不会轻易犯错。相反，投资人往往不满足于获得长期正常的收益率水平，而是时不时地总想得到更多的收益，这种内心的贪婪种下了祸根，反而让投

资人高位追涨，结果他们最终实际得到的收益更少，连长期平均水平也达不到。投资收益率能够达到正常的平均水平，即相当于企业红利加上长期潜在盈利增长率，投资人就应该心满意足了，但这种中庸之道并不符合人的本性。

～～～

投资人的立场很少保持客观、理性、中立、稳定。首先，投资人表现出高度的乐观主义、贪婪、风险忍受、信任，这些心理和情绪所导致的行为是争抢着高价买入，推动资产价格上涨，但潜在的收益随之下滑，风险提高。后来，由于某种原因，也许是一个引爆点一下子炸开了，投资人心理和情绪发生大转变，他们变得悲观、恐惧、风险规避、怀疑，这样的心理和情绪所导致的行为是争抢着低价卖出，由此引发资产价格下跌，潜在收益随之提高，风险随之降低。值得注意的是，这些现象中的每一组现象往往是按照同一个步调发生的，而且从一个极端到另外一个极端的摆动幅度，往往超过按正常推理所得出的波动幅度。

其中有一件非常疯狂的事情：在现实世界中，我们对事物的评价会在两个极端“非常好”和“不是那么好”之间摆动。但是在投资界，我们的感觉钟摆所摆动的两个极端是“好到完美无缺”和“坏到无可救药”。钟摆从一个极端摆到另一个极端，在摆动弧线“幸福的中心点”几乎不作停留，只是一晃而过，即使是在中心点附近的合理区间内，摆动的时间也相当短。人们的情绪首先是完全否定，后来是彻底投降，之后又变成完全肯定。

～～～

在钟摆摆动到极端时，会出现有一个良性循环或者恶性循环的过程。事件大多数都是利好的，心理和情绪也是乐观的，那么那些负面的变化往往会被忽视，对每个事件人们都从有利的方面来解读，经常认为事情不可能转变成坏事。人们预期将来会好上加好的理由，听起来非常有道理；过去的约束和正常水平遭到人们忽视，或者被人们找理由合理地规避了；任何一个人如果提出美好未来的实现存在一些限制因素，就会受到大家的鄙视，被人看作一个缺乏想象力的老古董。大家都认为，未来赚钱的潜力是无限的。资产价格上涨，反过来又鼓励更加乐观的乐观主义。

那些卓越投资高手能够抵抗得住外部的影响，保持情绪上的平衡，理性地采取行动，既看到有利的事件，又看到不利的事件，在考虑这些事件的时候保持冷静客观，在分析这些事件的时候不带感情色彩。但是真相是有时候，兴奋和乐观的心理和情绪会导致大多数投资人看待事物过于积极。有时候投资人心情抑郁，情绪悲观，会让他们只看到坏事件，解读这些事件的时候也会只往坏的方面想，做消极悲观的解读。拒绝跟着感觉走，不过

于情绪化，是投资成功的一个关键因素。

通常情况下，这些两极分化，不管是两极中哪个极端主导，事实都是很容易被观察到的。这种现象对于投资人来说的意义，对于那些客观的观察者来说，应该是很明显的。但是，之所以市场钟摆摆动到一个极端或另一个极端的情形会发生，是因为大多数市场参与者的心理和情绪朝着同一个方向移动，就像羊群成群结队地一起跑一样，这个道理很简单。

~~~

风险是投资中最主要的变量。这让我得出一个结论：在任何一个具体的时间点上，投资人总体看待风险的态度以及所采取的行动，对于塑造整个投资环境来说极其重要，而我们会发现自己身处于这个投资环境之中。在这个时间点，看清楚整个投资环境的状况非常关键，决定了在这个时间点我们自己应该如何看待风险，以及如何据此采取行动来应对风险。评估风险态度所处于的周期位置，正是这一章要讲的内容，也许可以说是本书最重要的内容。

~~~

顺风顺水的好日子，让投资人变得更加乐观，放松警惕，就算只有微薄的风险溢价，也愿意做出有风险的投资。不仅如此，因为投资人不是那么悲观，也没有那么警觉，对风险－收益连续统一体更安全的那一端的投资就失去了兴趣。这些因素综合在一起，导致高风险资产的价格上升，超过了那些相对而言更安全的资产。所以，有一点你听了并不会感到吃惊：在好日子里，人们会比在糟糕的日子里做出更多不理智的投资。尽管高风险资产的价格上升意味着，那些更有风险的投资能带来的预期风险溢价，会明显低于投资人在糟糕日子里更加关注风险时所做的投资，但是投资人还是会在好日子里做出更多不理智的投资。

你会明白投资人都觉得风险低的时候，风险其实是高的。风险最大的时候，风险补偿恰恰是最低的（这意味着此时是最需要风险补偿的时候）。经济学所谓的理性投资人竟然是这个样子！

我认为，以上所有这些关于风险讨论的关键在于，投资风险的最大来源就是相信根本没有风险。普遍的风险容忍是后来市场下跌最明显的征兆。但是因为大多数投资人都遵循着前面所描述的这种过程，一步一步地提高风险容忍度，所以他们就像温水煮青蛙一样，本来应该因察觉到风险而变得谨慎小心，却很少有人能察觉到，这是最重要的一点。

~~~
~~~

原因正是他们的风险规避程度不足，追涨买入，推高价格，然后继续追涨买入，结果导致自己在牛市顶峰大量买入。他们在牛市里让轻松赚大钱的梦想冲昏了头，根本察觉不到一丝风险。现在市场下跌，情况就完全反过来了，这些投资人变成压低价格，在底部割肉卖出。最近市场跌得很厉害，这些投资人亏得很厉害，心痛得很厉害，他们的想法完全变了。以前在牛市里顺风顺水时，他们的想法是投资无风险，轻松赚大钱。现在熊市来了，这些投资人的想法变成投资有风险，容易亏大钱，自己既然不懂投资，就不应该瞎折腾。这样的结果是，投资人的风险态度发生了一个180度大转变，从风险规避不足，变成风险规避过度。



在恐慌的时候，人们用百分之百的时间确定不会有任何损失……其实在这个时候，他们应该担心的反而是，可能会错失极佳的投资机会。

极端的否定态度加上夸大的风险规避，可能导致价格已经低到不能再低的程度了，再亏损，看起来是高度不可能发生的事。因此，这个时候亏钱的风险反而是最小的，正如我在前面所指出的，世界上最危险的事情是相信根本没有风险。用同样的说法，最安全（也是报酬最丰厚）的买入时机，通常是在每个人都相信根本没有赚钱希望的时候。每个人都失去赚钱希望的时候，却是你最有赚钱希望的时候。



随着风险态度从高到低来回摆动，投资机会也从盈利到亏损来回摆动。市场顺风顺水的时候，资产价格就会飙升，投资人往往以为未来一片光明，风险是朋友，赚钱很容易，每个人都感觉良好。这意味着，只有极少的风险规避包含在定价之中，因此这样的市场价格充满了危险。投资人变得过度风险容忍，而此时反而是他们最应该提高风险规避意识的时候。

后来诸事不顺，市场转头向下，投资人的情绪也急转直下。投资人会把市场看作容易亏钱的地方，风险大到需要不惜任何代价规避，所遭受的损失会令人非常沮丧。正如我在上一章中所说的，过度小心谨慎的气氛笼罩整个市场，结果：（1）没有人会接受在定价中纳入哪怕是一丁点儿乐观主义的可能性；（2）投资人根本不可能接受“太糟糕，但不可能是真的”的假设。

正如风险容忍在市场顶部会高到无限高一样，风险容忍在市场底部会低到无法再低，人们简直不允许存在任何风险。这样极端的负面看法，导致市场价格跌到底部，以至投资人在这么低的价格水平买入，亏损是完全不可能的，而盈利却是十拿九稳的，而且收益率极高。但之前市场下跌的刺痛

感仍在隐隐作痛，让投资人只想提高风险规避，只愿意坐在一边观望，尽管价格处于最低水平（风险自然也是最低水平），他们却碰都不愿意碰。

~~~

明白投资人如何思考和应对风险，也许是我们应该努力去做的最重要的事。简单地说，投资人过度风险容忍会助推市场大涨，形成风险，而投资人摆动到过度风险规避，则会压抑市场，创造出一些最伟大的买入机会。

投资人风险态度的波动震荡或者反复无常，既是某些周期造成的结果，也是其他周期的放大器。风险态度周期总会这样，没办法，可能人的心理和情绪天生就是容易走极端，在前景一片大好的时候，人的心理和情绪容易变得过于乐观和过于风险容忍，而当情形掉头向下的时候，人们又容易变得过于担心和风险规避。这意味着人们最想买入的时候，反而是最应该小心谨慎的时候，人们最不愿意买入的时候，反而是最应该激进地买入的时候。卓越投资人能够认识到这一点，努力地做到反众人之道，进行逆向投资。

~~~

资本或者信贷可获得性的变化，构成了对经济、企业、市场最基本的影响之一。尽管信贷周期对于证券市场的人士来说，不如本书中所谈论的其他周期的名气那么大，但是我认为，信贷周期的重要性最高、影响最深远。

当信贷窗口打开的时候，资金很充裕，而且容易获得，而当信贷窗口关闭的时候，信贷资金很少，而且难以获得。最后，有一点非常重要，你务必牢记在心，就是从窗口大开到窗口关闭，可能只在一瞬间。要让你更加完整地理解信贷周期，我还要讲很多东西，包括这些周期性运动的原因及其影响，但是信贷周期会一下子从窗口大开到窗口关闭，这点非常关键。

~~~

经济繁荣带来信贷扩张，信贷扩张导致不明智地滥发贷款，滥发贷款产生重大损失，重大损失让贷款人停止发放贷款，贷款停止就让经济繁荣中止了，就这样一环扣一环，连锁反应无休无止。

~~~

要找到市场走到极端的理由，我们经常需要像录像回放一样，回顾几个月前或者几年之前的信贷周期。很多疯狂肆虐的大牛市之火，都是因提供资本的意愿大幅高涨而被煽动起来的，而这样的项目和投资往往是不明智的。同样，大多数大崩盘发生之前，市场完全拒绝提供融资给某些企业和

行业，甚至所有想要借钱的人。

～～～

和信贷周期打交道，关键在于识别信贷周期到达顶点时候的情况：事情都进展良好，有一段时间了，传来的都是好消息，风险规避低，投资人都渴望投资。这让借款人筹集资金很容易，从而导致贷款机构、债券投资人争抢提供这些资金的机会。其结果就是：融资变得便宜，信贷标准降低，做融资交易没有好处，不理智地进行信贷扩张。牌在借款人手里，不在贷款人手里，也不在投资人手里，因为这个时候信贷窗口大开。此时，市场所传达的含义应该很明显了：务必谨慎前行。

完全相反的一面真的出现了，因为这时周期走到了另外一个极端。信贷周期下行到最低点，在这个时候，事情的发展变化令人不高兴，风险规避提升，投资人心情沮丧。在这种环境下，没有人愿意提供资本，信贷市场冻结了，计划好的证券发行无人问津。这把牌又回到了资本提供者的手里，而不是在借款人手里了。

因为这时借钱很难，借款人通常拿不到资本，那些手上有资本又愿意把资本拿出来的人，就能运用严格的审核标准，坚持要有坚实的贷款结构安排和保护条款，并要求高预期收益率。正因如此，投资人获得了安全边际，而安全边际是卓越投资所必需的。当上述这些情况出现时，投资人应该转变为积极进攻的投资模式。

卓越的投资并不是来自买的资产质量好，而是来自买的资产性价比高——资产质量不错且价格低，潜在收益率相当高却风险有限。满足这些条件的最佳买入机会，多数是在信贷市场处于其周期中不是那么兴奋地扩张，更多的是恐惧地收缩的阶段。信贷周期猛地关上大门的阶段，最有助于形成到处都是便宜货的状况，比其他任何因素的作用都要大。

～～～

20世纪70年代，我得到了人生的一份大礼，有一位投资人，他比我年纪大，也比我有智慧，告诉我一条投资真经“牛市三阶段”：

第一阶段，只有少数特别有洞察力的人相信，基本面情况将会好转；

第二阶段，大多数人都认识到，基本面情况确实好转了；

第三阶段，每个人都得出结论，基本面情况将会变得更好，而且永远只会更好。

越是真理就越简单。听了牛市三阶段理论后，我一下子开窍了，也开始注意到了投资人的心理经常会走极端，而这些极端心理会对市场周期产生极大影响。就像很多伟大的名言警句一样，牛市三阶段言简意赅，却表达出非常高深的大智慧。其实，牛市三阶段讲的就是投资人态度的变化：一是特点，投资人的态度多么容易变化；二是过程，在市场周期波动的整个过程中，投资人态度的变化有什么模式；三是影响，投资人的态度如何助长投资决策错误。

牛市第一阶段，尽管存在基本面改善的可能性，但是大多数投资人不具备这样的洞察力，自然看不出来，也就不会珍惜其蕴藏的投资良机，证券价格里面包含的乐观主义很少，甚至根本没有。通常情况下，第二阶段发生在股市大崩盘、股价一路暴跌之后，这一波暴跌彻底摧毁了股价，同样也彻底摧毁了投资人的心理，让投资人像羊群一样对股市由爱转恨，投资人亏了大钱之后，发誓从此永远地离开股市，此生再也不碰股票了。

牛市第三阶段，也是牛市最后一个阶段，情况正好和第一阶段的相反。基本面的事情发展顺利，且有好长一段时间了，而且已经强烈地反映在资产价格上了。这进一步提升了市场的情绪，投资人简单地推论基本面改善将会持续直到永远，对未来非常乐观，因此把买入报价提升到很高水平。树肯定不会长到天上去，但是在牛市的最后阶段，投资人的行为表现得好像他们相信树真的会长到天上一样……而且投资人愿意出高价购买他们所感觉的公司收益会有无穷成长潜力的热门股。投资人因为相信高成长性而支付高价去买热门的成长股，结果事实证明他们过高地估计了成长性，几乎再没有其他事比这种用高价购买伪成长股所付出的代价更高的了。

从以上牛市三阶段中我们可以看出来，在牛市第一阶段，几乎没有乐观的理由，只有特别有洞察力的少数人才敢于买入，且买入的成本极低，资产未来可能会有巨大的升值空间。但是在牛市第三阶段，很多投资人此时都会跟风买入，因为当时的市场过度乐观，投资人必须要支付高价才能买到，结果后来亏得很惨。

～～～

应该注意到最重要的事是：心理乐观成分大到最大限度，能够拿到的信贷额度大到最大限度，价格涨到最高，预期收益低到最小限度，风险大到最大限度，几乎同时这些因素都达到极限了，通常此时就是最后一波疯狂追涨买入突然发作的时候。

～～～

与市场周期上行阶段涨到“头部”时的情况不同，现在我们看到的情况正好

完全相反，它发生在市场的“底部”：心理落到最低限度，信贷融资处于最低点，人们几乎融不到资，价格跌到最低，潜在收益率升到最高，风险降到最低，最后一个乐观的投资人也举起了白旗表示投降，跟风杀跌卖出了。

~~~

全球金融危机构建的基础环境都是金融体系和信贷周期内生的。那些构成全球金融危机基础的发展变化，既不是整个经济体系大繁荣导致的，也不是企业盈利普遍大涨导致的。这些关键事件并没有发生在整个企业环境或者范围更大的世界环境中。相反，全球金融危机大体上是一个金融现象，完全由那些金融玩家的行为所导致。创造这种周期的主要力量是：十分容易得到的资本；缺乏足够的经验和足够的谨慎，以致不受约束和制约的热情泛滥于整个过程中；非常富有想象力的金融工程；贷款决策和贷款保有分开；不负责任和露骨的贪婪。

现在大家的普遍看法都是负面的：“金融体系可能会完全崩溃。”因为这是一个恶性循环，无休无止，最后它只能因崩溃而停下来。因为大家的普遍看法是情况会坏下去，所以制造错误的机器开始反转，开始制造相反方向的错误。没有贪婪，只有恐惧；没有乐观，只有悲观；没有风险容忍，只有风险规避。人们不能看到事件的正面，只能看到事件的负面。没有人愿意积极正面地解读消息，只会负面地解读消息。人们不会想到好结果，只会想到坏结果。

~~~

大家都在说的底部到底是什么意思。底部就是周期跌到最低价格的那个时点。因此底部可以被看作最后一个持有人也恐慌地卖出股票的那一天，从此再也没有人卖出了，从此买方占了上风。不管什么原因，底部就是下跌的最后一天，因此底部就是市场到达最低点的那一天。（当然这些定义都是高度夸张的。“底部”“顶部”，这种说法其实指一段时期，而不只是一天。因此，最后一天这种说法在大多数时候仅是说说而已。）市场到达底部，从此价格开始上升了，因为剩下的那些持有人再也没有一个会投降卖出了，或者因为那些买家现在买进的力度超过了那些卖家卖出的力度。

我在这里想要讲的问题是，“应当什么时候开始买入”。我要引用前面的章节中我提到过的一个说法——“跌落的小刀”—— 一个非常重要的概念。当市场快速下跌时，我们经常听到有人说，“我们可不会想去抓住跌落的小刀”，换句话说，“趋势是向下走的，根本没办法知道什么时候下跌会停止，所以我们非要现在去买吗？还是等到我们确认价格已经跌到底部，我们再出手买入吧”。

通常只有在市场下滑的时候，我们想要买的东西才能买得最多，因为这个时候，卖方才会在实在扛不下去了的时候宣布投降，大量低价割肉卖出，有人大量卖出，你才有机会大量买入。与此同时，那些不愿意“抓住跌落的小刀”的人都躲到一边，不敢出手。没有人跟你抢着买，你才能想买多少就能买多少。但是一旦市场跌到了底部，下跌停止了，按照定义，这个时候就没有卖家在卖出了，此后市场会迎来一波反弹，那就是买方主导的市场了。

~~~

一波下跌之后，卖出离开市场，由此不能参与后面的周期性反弹，是投资大忌。周期的一波下跌会让你的账面出现亏损，只是账面上一时的浮亏，并不是致命的永久性亏损。你只要能够一直持有，直到周期走到上升阶段，就能享受到大幅反弹的收益了，原来账面上的亏损也能弥补回来了。但是你如果在市场跌到底部时卖出了，就把一个周期向下波动所造成的账面浮亏变成了永久性的损失，这才是最糟糕的事。

弄懂周期，挺过周期的下跌阶段，坚持等到周期反弹阶段的到来，需要我们一要在情绪上有资本，能忍住不割肉，二要在财务上有资本，在需要时能追加保证金甚至补仓。要想投资成功，这两种资本都必不可少。

~~~

如果市场是一台计算器，在计算证券的价值时，其依据只限于公司基本面，那么证券市场价格的波动程度就不会太大，和公司现在的盈利以及未来的盈利预期的波动幅度基本一致。其实，市场价格的波动幅度，本来应该小于公司盈利的波动幅度，因为公司的季度收益变化往往时间一长就被抹平了，除此之外，季度收益变化未必能反映出公司的长期盈利潜力的真实变化。

然而，证券市场价格的波动幅度通常会远远大于公司收益的波动幅度。当然，这主要由于心理方面、情绪方面及其他非基本面的原因。因此，证券的市场价格变化过于夸大了基本面的变化。

财务上的事实和数据，只是市场行为的起点；投资人保持理性，只是例外情形，而不是规律；理论上，投资人是经济人，会冷静地评估财务数据，然后完全不动感情地设定资产的合理价格，其实市场极少把时间用在这种事情上。

~~~
~~~

投资人的目标是合理布局资本，以从未来的发展变化中获利。投资人希望能做到，市场上涨时自己投入的资本更多，而在市场下跌时自己投入的资本更少，持仓更多的是涨幅大或者跌幅小的资产，而持仓更少的是涨幅小或者跌幅大的资产。投资人的目标很清楚，问题是如何能实现这个目标。

既然大多数人都缺乏这种看透未来的能力，我们如何能够现在就布局投资组合来应对不可知的未来？我认为，答案大部分取决于我们理解市场现在处在其周期的什么位置，以及其所传达的市场未来的走势。正如我在《投资最重要的事》那本书中写的：“我们也许永远都不知道我们将来会去哪里，但是我们最好搞清楚我们现在正在哪里。”



讲了这么多周期知识，关键是什么？关键是我们要知道现在投资人的心理周期和估值水平周期的钟摆摆到了什么位置。有时候，投资人会拒绝买入，甚至还要卖出，因为这个时候，投资人的心理过于积极，给予股票过高的估值水平，导致股价飙升到顶点。有时候，投资人应该买入，因为这个时候投资人看到市场一直下跌，心理和情绪低落，甚至垂头丧气，结果陷入恐慌情绪，抛弃估值标准，急于低价抛售，不管价格多便宜都要卖，从而导致市场上出现很多物美价廉的便宜货。正如约翰·邓普顿爵士所说的：“在别人都沮丧地卖出的时候买入，在别人都贪婪地买入的时候卖出，这要求你有极大的勇气，也会给予你极大的回报。”



这里的关键在于“推理”（我最喜欢的词之一）。由于媒体的报道，每个人都可以看到每天正在发生的事情。但是，有多少人在努力了解日常事件背后的市场参与者的心理与投资环境，并进一步思索我们该如何相应地采取行动呢？

简而言之，我们必须力求了解我们身边所发生的事情的含义。当其他人盲目自信、积极买入时，我们应加倍小心；当其他人不知所措或恐慌性抛售时，我们应该更加积极。

这些心理和情绪因素的最大影响，就是让投资人相信过去的估值指标已经变得无关紧要了，你可以完全不予理会。投资人情绪很高，市场价格会涨得更高，让他们高位追涨买入也能赚钱，这时候他们发现很容易找到理由，解释这些资产应当不受历史正常估值水平的限制。这种解释通常会用一句话开头：“这次不一样了。”仔细留意，这是一个凶兆，代表投资人的警惕怀疑态度消失了。与此类似，在市场崩盘时，资产价格之所以会暴跌，通常因为投资人内心认定，过去支持估值的因素没有一个值得信任。

~~~

“这次不一样”，是投资世界最危险的5个字，特别是在市场价格走到历史上极端估值水平时就更加危险，可是这个时候说“这次不一样”的人特别多。

在这种情况下，人们说“这次不一样”，其实他们想表达的意思是，过去产生周期循环的规则和过程已经暂时中止了。但是过去金融市场的周期波动，并不是由于物理规律或者科学规律发挥作用而产生的。在科学上，前面有因，后面就会有果，两个事件之间的因果关系是非常稳定可靠的，每次重复都有同样的结果，因此我们可以很有把握地说，“如果发生A，那么就会发生B”。但是在金融世界和商业世界尽管确实也有一些基本原理发挥作用，但是由此总结出来的真理，和科学上的真理有非常大的不同。

究其原因，就像我多次重复说过的那样，因为有人参与。人的决策对经济周期、企业周期、市场周期产生了巨大影响，事实上，经济、企业、市场的构成要素就是人和人之间的交易。而人做的决策，并不是科学的。

关键人是有感觉的，而且人才不会让那些所谓的神圣不可侵犯的科学规律绑住手脚。人总会把情绪和性格上的弱点带进自己的经济决策和投资决策中。人们会错误地在本来不该过于兴奋的时候变得特别兴奋，又会错误地在不该过于沮丧的时候变得特别沮丧，这是因为人容易在诸事顺遂的时候过于夸大周期上行的潜力，而人又容易在诸事不顺的时候过于夸大周期下行的风险，因此人的参与会让趋势走到周期的极端。

~~~

周期定位。根据你对主要周期定位的分析，判断周期目前所在位置及未来趋势，决定你对投资组合的风险定位——更多地承受买入而出错的风险，还是更多地承受不买而错过的风险，或者在二者之间保持平衡。

资产选择。决定要配置哪些市场、市场利基、具体证券或资产，以及要重仓配置还是要轻仓配置。

周期定位和资产选择是投资组合管理的两个主要工具。也许这么说过于简单化了，但是我认为，投资人做的每一件事情，都可以被纳入一个或其他要素中。

~~~

周期定位主要包括：在激进和保守之间进行选择，也就是增加和减少暴露在市场波动之中的投资仓位。投资成功的秘诀包括以下三点：第一，深思
~~~

熟虑地分析市场现在所处的周期位置；第二，基于分析提高进攻性；第三，结果证明你是对的。这几点可以总结为周期定位的“技能”或者“阿尔法”。当然，第三条结果证明你是对的，完全不在任何人的控制范围之内，特别是这在一定程度上受制于随机性，所以结果证明你是对的，并不是每一次都会这样，即使是技能纯熟的投资人，而且推理判断做得相当好，也未必每次都能被证明是对的。

～～～

我的看法是，你想要在理解市场周期的基础上改变投资组合布局，以此来提升长期投资业绩，这种想法完全合情合理。但是有一点对于你来说至关重要，你一定要理解，这种想法要求你具有高超的技能，且真正实现这种想法非常困难。

重要的是，不要捡了芝麻丢了西瓜。我希望大家不要过于关注每天市场短线的上涨和下跌，这些都是如芝麻一般的小事，而要关注一生只有一次的周期走到极端的情况，这才是如西瓜一般的大事（最近看起来不是一生只有一次了，而是每过十年都有可能发生一次市场走极端的情况），这是一个很明显的事实，我已在第12章提供了一些典型的案例。

首先，大泡沫和大崩盘这两种极端行情，特别是它们形成的过程，非常清楚地描述了周期的运行模式，以及我们应该如何应对；其次，正是遇到这些市场走到极端的情况，我们才可以得到预期可能性最大的投资成功的机会。

市场价格相对于其内在价值的关系有上中下三种情况：中间区域是定价“公允”，上下两个极端是定价“太贵”和定价“便宜”。当然，市场走到定价太贵和定价便宜两个极端，肯定要比其他情况能够让我们看得更加清楚。结果是：

第一，经常很难区分市场定价到底是贵是贱，也很难经常做到正确区分。

第二，因此在中间区域区分市场定价是贵是贱，不如在极端区域区分市场定价是贵是贱，这样更有可能赚到大钱，而且在中间区域区分市场定价是贵是贱，也不如在极端区域更加可靠。

发现市场走到极端，并且能利用走到极端的市场，真的是我们能找到的最好的方法了。而且我相信，这种事情做起来很可靠，前提是你能系统地深入分析，有洞察力（或者对历史很精通），而且做事沉着冷静、不动感情。可是，这也意味着，你别指望能够每天、每个月，甚至每年都能做出能赚钱的决策。

根据周期选择投资时机的合理性，只取决于你对选择投资时机的期望。你如果经常想要察觉到我们所处周期的位置，而你的目的是推断“明天会发生什么情况”或者“下个月会发生什么情况”，就不可能成功。我把这种做法称为“想耍小聪明”。要做出很好的区分并不容易，没有人能够经常或者持续地做到精细地区分市场的定价，没有人能靠这个本事显著地提高投资业绩。也没有人知道，根据周期定位推断市场可能的走势时，什么时候这个“可能”会变成现实。

彼得·伯恩斯坦认为：“未来并不是我们能够提前知道的，但是明白这一点能够帮助我们知道错误是不可避免的、是很正常的。我们出错并不是因为发生那些可怕的悲剧，也不是因为推理上出现可怕的漏洞，甚至不是因为像在大多数情况下那样碰上坏运气。我们之所以会出错，是因为出错是行动的特权，而任何行动都取决于完全不可预知的未来……”

～～～

人容易走极端的倾向，永远不会终止，因此，这些极端最终必须得到修正，而不是周期的发生会有改变。经济和市场从来不是走一条直线，过去不走直线，未来也肯定不会走直线。这就意味着，投资人能够理解周期，就能够找到赚钱的良机。

图书在版编目（**CIP**）数据

周期 /（美）霍华德·马克斯著；刘建位译. -- 北京：中信出版社，2019.2
书名原文：MASTERING THE MARKET CYCLE
ISBN 978–7–5086–9914–1
I. ①周… II. ①霍… ②刘… III. ①经济周期 IV. ①F014.8
中国版本图书馆CIP数据核字（2018）第297856号

MASTERING THE MARKET CYCLE by Howard Marks
Copyright © 2018 by Howard Marks
Simplified Chinese translation rights © 2019 by CITIC Press Corporation.
Published by arrangement with author c/o Levine Greenberg Rostan Literary Agency
Through Bardon-Chinese Media Agency
All rights reserved.

周期
著者：［美］霍华德·马克斯
译者：刘建位
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：294千字
版次：2019年2月第1版
京权图字：01–2019–0073
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978–7–5086–9914–1

版权所有·侵权必究

雪球
xueqiu.com
雪球投资经典

和聪明的投资者一起学习投资

# 生活中的投资学

## 普通投资者的股市盈利之道

我是腾腾爸◎著

正确的理念、正确的方法，可以帮助普通人成就伟大的投资

小生活、大智慧，源于生活的投资常识，也是普通投资者必须掌握的制胜法宝

普通投资者能否使用杠杆？普通投资者怎样构建股票组合

通投资者怎样进行仓位控制？**普通投资者如何制定操作计**

资者怎样执行交易纪律？普通投资者最适合的投资模式是

**普通投资者需要择时吗**？普通投资者**需要波段操作**吗？

**作**吗？普通投资者需要哪些基本意识？普通投资者怎样定投？

**者能寻找到简单的赚钱方法吗**？普通投资者怎样看待**投**

普通投资者可以投P2P吗？普通投资者怎样理解投资的**安全性**

通投资者最适宜的**投资目标**？普通投资者通过**股市投资能致**



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

# 生活中的投资学

我是腾腾爸 著

中国经济出版社

# 目录


内容简介

作者简介

第一章 一个家庭的兴盛：投资与投资者的战略

1 困难与进步

2 父亲的战略

3 投资的战略

4 如何正确认识和看待股市

5 如何正确认识和看待投资

6 如何正确认识和看待自己

7 投资者的战略

第二章 我曾经的财务窘境分析：理财投资要趁早

1 单身贵族与财务窘境

2 我为什么陷入了财务困境

3 我的理财投资之路及其经验教训

4 理财投资的步骤及原则

第三章 一条船的投资学分析：投资的第一要义是安全

1 关于一条船的分析

2 安全投资的四个特征

3 投资安全观

4 操作层面的投资安全

5 仓位管理的三套解决方案
6 关于杠杆的认识和思考
7 投资与投机的相互转化
第四章 寻找好企业：学会让钱生钱
1 姜家鸡汤
2 好企业的标准
3 好企业最重要的标准：稳定盈利
4 怎样寻找好企业
5 拥抱好企业
第五章 病房里的财富故事：简单实用与持之以恒
1 病房里的故事
2 简单的赚钱方法
3 一种简单均衡的股市投资方法
第六章 理发师的烦恼：能力圈与护城河的秘密
1 一位优秀的理发师
2 理发师的烦恼
3 理发师的成功与失败
4 能力圈与护城河
5 做自己力所能及的投资
第七章 司机开店：投资的进入与退出机制
1 开店分析
2 开店经过

3 开店的启示
4 估值
5 定位
6 标尺

第八章 骗人的印象：投资需要理性的计算
1 一次半途而废的买房经历
2 刻板印象
3 失衡形态
4 失衡与牛熊的联系与区别
5 寻找失衡
6 两个关于失衡的话题
7 成功投资不能缺少理性的计算

第九章 两个朋友的投资故事：穿越牛熊的秘密
1 两个朋友的入市经历
2 收益的秘密
3 三个认识错误
4 不买也是投资

第十章 楼顶菜园：风物长宜放眼量
1 一次分房的经历
2 楼顶菜园的空间扩展
3 投资要有远见
4 心态问题：投资与人生息息相关

第十一章 孩子的压岁钱：定投策略，散户投资的制胜之道

1 孩子的压岁钱

2 投资的五种思维意识

3 压岁钱的操作实效及未来展望

4 定投策略

5 普通投资者的最好投资方式

第十二章 一桩婚恋引发的话题：什么才是人生最大的投资

1 一桩婚恋故事

2 工作是一项资产

3 工作的价值计算

4 辞职要慎重

5 最大的投资

版权页

# 内容简介

用生活中的小常识、大智慧，让散户进阶股市高手。

普通投资者应该持有怎样的投资心态？

普通投资者应该采用怎样的投资方法？

普通投资者应该如何为股票估值？

普通投资者应该如何坚守自己的“能力圈”？

……

这些基础但又重要的问题，都可以在书中找到答案。

《生活中的投资学》用平实活泼的语言，阐释了股市投资的深刻道理，笔触轻松愉快，文风洒脱幽默。用日常生活中随处可见的案例，夹叙夹议股市投资的大道理，化繁为简，通俗易懂，为普通投资者上了十二堂股市投资的必修课。

# 作者简介

我是腾腾爸男，1978年生，公务员，电子畅销书《投资大白话》作者，雪球人气用户。2005年开始股市投资，历经2008、2015年两次股灾，完整经历两轮牛熊周期，建立起了稳定的投资交易体系。关注微信公众号“WSTTB781101”，扫描下方二维码，即可与我是腾腾爸深入探讨交流。



# 第一章
# 一个家庭的兴盛：投资与投资者的战略

首先声明，我是计划写一本投资类的书，而不是单纯地告诉大家一个煽情的励志故事。但是为了形象而生动地说明问题，我不得不从讲述一个家庭的故事开始。

# 1　困难与进步

## 生存之困

我们家在农村是小门小户。我爷爷只活到二十岁，战乱时代，死于一场惊吓。留下我两岁的父亲和奶奶腹中尚未出世的姑姑。奶奶带着父亲、姑姑，生活得十分困苦。父亲天生聪慧，上学成绩极好，但因为贫困，只上到小学四年级就被迫辍学了。姑姑干脆一天学也没有上。父亲辍学之后，以十一二岁的年龄在生产队里当记分员，开始为家里攒工分挣口粮。可能是备受人丁不兴之苦，父亲对生育孩子倍感兴趣。他和我母亲一口气生下七个孩子，最终存活下来五个，三男两女。我是老小。

我们一家七口，全靠父亲一个劳力赚钱养家，家境艰苦，可想而知。十岁那年，上小学五年级，因为跟着老师参加数学竞赛，我才第一次下了饭馆，第一次在饭馆里喝上了一碗传说中的羊肉汤——以前哥哥姐姐总是告诉我羊肉汤不好喝，因为羊肉太膻了。但喝过羊肉汤之后我才知道，他们都错了，羊肉很香，很好吃。

以前农村的会计报酬极低，难以养家糊口。而家中吃饭的嘴多、干活的手少这一基本现实，时刻提醒着我父亲，他无法以力服人，唯有以巧取胜。左右衡量之后，父亲看上了木匠这个行当。当时邻村有个木匠，手艺很好，父亲想去拜师学艺，被一口回绝。后来他年老体衰，父亲就跑过去，无偿给他打下手。老木匠光让干活，不给讲解道理。父亲一天劳累后，回家再自己琢磨。渐渐地，竟然开窍。后来父亲开始拉着橱子、柜子赶集上店、四处售卖，老木匠才喟然长叹，见人即夸我父亲勤劳聪慧，免费推荐。

前后易位，果然天道酬勤是也。

父亲暗习手艺时，曾经为花五毛钱买一把斧头与我母亲大吵了一架：在母亲看来，五毛钱能买一家人一个星期的油盐酱醋，而买一把冷冰冰的铁疙瘩，管吃还是管喝呢？后来父亲用这一把斧头开始养活全家以后，常常拿这个例子取笑母亲或自我炫耀。他忍屈受辱、勤学苦练，终于习得一门手艺，首次建立了自己的能力圈，而且完全迥异于平常村人，并且依靠这门手艺，可以养家糊口——是的，作为一个男人，他的确有资格自我炫耀。

无论多么艰难困苦，都不要失去追求更好生活的心，就像一株草，生在石缝中，依然顽强坚定。生存下来——这是这个家庭开始走向兴盛的第一步。

## 跃出农门

家中孩子多，家庭的总资源又是那么有限，我们兄弟姊妹几人的上学问题渐渐地成为父母第一大头疼的事儿。

我大哥是父亲的长子，父亲对他寄予厚望。实事求是地说，大哥的成绩不如大姐好，考虑到家庭负担，父亲咬咬牙，还是做出了让大姐辍学的决定。大姐辍学的时候，大哥已经上了高中，懂事了，格外珍惜自己来之不易的学习机会。几经努力，终于考上了省人民警察学校。他是我们兄姊五人中第一个跃出农门的孩子。

后来大哥被分配到县公安局，从刑侦基层干起，一路苦打，由民警而副队长、队长、副局长，曾经被评为全省优秀人民警察，荣立过个人二等功一次、个人三等功七次。

大哥的成功给我们开了个好头。后来二姐和我，也都相继依靠考学跃出了农门。二哥因为调皮捣蛋，总是跟老师作对，最终没有完成学业，上到小学五年级就回家务农了。

后来回忆我们兄姊几人的学业问题，父亲曾总结说，最不遗憾的是我二哥，因为他自己太过顽皮，致有今日。最遗憾后悔的是大姐，因为大姐的成绩非常好，如果坚持到底的话，一定可以通过考试改变命运。

后来大姐在农村找了婆家。她出嫁后的某一天，父亲谈及大姐的命运，突然在家人面前痛哭流涕。父亲说：“那时候虽然穷，但也没有穷到完全没有办法的地步。要是再咬咬牙就好了，大妮就不会窝在农村受苦了。”前两年母亲告诉我，父亲直到现在，还会在睡觉时梦到当初决定大姐是否辍学的事情。我母亲说：“你父亲都是哭着醒来的。”

这件事，给了我很大的触动。多年来，母亲一直告诉我，大姐辍学一方面是因为大哥，另一方面也是因为我——当时我很小，二哥、二姐刚上小学，大姐辍学回家，也有看护我的考虑。

我承认，八岁之前，我是在大姐背上长大的。

后来，二姐当了小学教师。我也考上了学，毕业后通过社招的方式，考取了县公安局的公务员。我从一名小职员做起，一路升迁。在我三十四岁那年，已经干了四年派出所所长。当时风头正劲，是单位里数一数二的业务标兵，进党委的呼声甚高。大哥时任副局长，因为回避关系，组织上把他调到法院工作。这样，才有了我今天的进步。

我曾经两次被评为省级优秀人民警察，一次荣立个人二等功，三次荣立个人三等功。跟大哥二十余年的刑警生涯相比，我在秘书和派出所的岗位上，也干得风声水起。作为从农村出来的孩子，能有今天的成绩，我们已经非常知足了。

大姐虽然生活在农村，但特别能吃苦耐劳，又头脑灵活，日子比一般人过得好得多。目前我们五兄姊中，只有二哥条件差些，结婚后一口气生了三个孩子，家庭负担也重。但兄姊互相帮衬，日子也过得去，早已没有我们父辈那般艰辛和酸苦。

大哥的女儿法律研究生毕业后，通过公务员考试，以第一名的成绩，进入某市公安局，成为大哥乃至全家的骄傲。大姐的儿子，遗传了父母的聪明基因，考上东北的一所大学，现在省内一家国企工作，找的对象是研究生同学，他算是完成了大姐未完成的心愿。二姐有一个女儿，成绩很棒，学医的，目前已上大四，正信心百倍地筹划考研事宜。我和二哥的孩子尚小，都还在高中以下的求学阶段。剩下的这几个孩子，要么天生聪明，要么身负一种勤劳的秉性。最重要的是，他们再也不用经受他们的父辈曾经受到过的困苦了。

## 化蛹为蝶

有一天，二姐家的外甥女跟我聊天，聊她目前的大学生活、未来的研究生志愿，甚至更长久的人生规划，我听了，心下欢喜，忍不住地，跟她聊起了我们这个家庭的奋斗史。聊着聊着，热血沸腾起来，我突然发现，我们整个家庭，已经不知不觉地走出了最初的困境：当初，我们常常为吃饭而发愁，现在完全没有这类低层次的问题了；当初，我们在村里小门小户，最害怕的就是受到外族大姓的欺负，现在已经完全没有这样的担心了；当初，我们对未来总是懵懂无知充满忐忑，而现在大家都在各自的岗位上混出了应有的名堂；再简单直白一点，当初父母省吃俭用供我们上学而遭村邻耻笑，而今十里八乡村民督促孩子用功，多以我们家庭为正面教材——我父亲在村里的地位和荣耀，也多因此而来。

说起来，我们整个的家庭，不是简单地走出了困境，而是经历了一个激动人心的化蛹为蝶的蜕变过程。这个过程固然包含着时代的背景，但整个家庭的努力奋斗同样清晰可见。

平时浑浑噩噩地生活，每一天似乎都没有变化，就像平原上慢悠悠流淌的河水，貌似平淡无奇、波澜不惊，但把眼光拉长，回望源头，蓦然发现，它已走出高原，走出山谷，走向大海，历经九折十八弯，终达目的。

整个过程，裹挟着泥沙，包养着鱼虾，亲吻着大地，滋润着万物。看似平

淡无奇，实则惊心动魄；看似波澜不惊，实则包容并蓄。在平凡中包含着奋斗，在艰苦中孕育着辉煌。生活就在这寂寂无声的流淌中完成了惊人的蜕变。

# 2　父亲的战略

## 蜕变原动力

对这个问题的思索和认识，在我这里有一个复杂的否定之否定的过程。起初，我认为我们家庭的成功是因为我们兄姊几人头脑聪明——从小学到中学，所有教过我们的老师都称赞我们兄姊智商过人。后来我认识到，人生在世，只有聪明还是远远不够的，于是又归因于勤奋——大哥不是最聪明的，但是通过勤奋，他考学成功了；二哥头脑是非常聪明的，但却因为不够勤奋，最终回家务农。再后来，我认识到光有聪明和勤奋还是不够的，还得有时代的支持——母亲就经常说，自从生下大哥之后，国家的经济就好转起来了，人们从此再也没有挨过饿，这种时代背景是我们成功必不可少的依赖因素。

我很少，甚至从来没有把家庭的成功归功于父母。直到有一天，母亲在聊家常时，突然以一种骄傲、赞叹的口气说：我觉得你们的父亲真是了不起，一个人养活了我们这么一大家子人，还把你们五个全都培养成才，光考学就考走了三个！母亲的语气、神态，让我突然意识到我以前的认识偏差：在内因和外因之前，我似乎唯独缺少了对父亲这个因素的思考。

青春期，很长一段时间，父亲在我眼中，毛病众多：他很固执，认死理，保守而又故步自封；他很小农意识，遇事犹豫，做出的决策常常悲观而小气；他性情暴躁，对家人说话也常常是急急躁躁的；他还比较自以为是，经常拿着一点微不足道的成绩自我吹嘘，前文提及的那把斧头的故事，即是明证之一。

以前母亲也说过赞扬父亲的话。当时听了，甚感好笑：我们兄姊都聪明，勤奋，考上学自然而然，跟父亲有什么关系呢？和外甥女聊天，回忆我们整个家庭的进步历史，我突然看到了自己的龌龊和卑小，突然脑洞大开，意识到了父亲的英明和伟大。从世俗的角度看，父亲的确没有多大的本事，充其量会砍砍斧头、算算账，也仅糊口而已，但是他一个重视教育的想法，却最终从根本上改变了我们这个家庭的命运。

我们的蜕变，的确来自于父亲的奉献。

## 父亲的奉献

在家庭蜕变的过程中，父亲都做了哪些正确的事情呢？

忽视细节，重视战略

彼时家贫，柴米油盐酱醋茶，看似寻常小事，对我们家却是大事。正因为如此，母亲才会为五毛钱一把的斧头而与父亲耿耿于怀吧。但是当时父亲常挂在嘴边的一句话是“忠厚传家远，诗书继世长”。上小学时，我因为成绩好、常受老师表扬，被同龄异姓的朋友嫉妒，经常找茬打骂。回家哭鼻子，父亲开导我：他们之所以打你，是因为嫉妒你的成绩，所以你现在要做的，不是在拳头上压倒他们，而是要在成绩上压倒他们。越嫉妒越好好学，这才叫争气。现在想来，父亲立意高远。与宏观的战略相比，鸡毛蒜皮的细节都算得了什么呢？及长，读《史记》，看到韩信甘受胯下之辱那一段，由衷感叹，小学还没有读完的父亲的确有大人物的眼光和胸怀。对战略的重视，很容易带来对细节的忽视。虽然世有“细节决定成败”之说，但细节对成败的决定作用，显然是在战略决定之后。战略是一种宏观上的导向，细节是在宏观的导向确定之后，在操作层面上的重要。二者本不在一个层面上。

立足自身，选择战略

父亲对子女教育路线的选择，显然不是心血来潮。后来他曾给我解释：我们家在村里怎么都算不上大户，村里资源有限，我们在村里发展，怎么都竞争不过人家。再则，当时环境下务农能有什么出息？况且我独身一人，没有兄弟，你姑姑又嫁得远，互相不能照应，自己也没有什么特长，给你们既传不了钱，又传不了什么技术。所以想来想去，只有走读书考学这一条途径。所以，父亲对家庭前途的战略选择，是经过充分考虑的。当然包含许多无奈的成分，但战略选择，不都是在诸多局限条件规定下的权衡取舍吗？

克服困难，坚守战略

现在回头想想，终生务农、最大“行政职务”为农村会计的父亲在供养五个子女长大成人的过程中，真是费尽心力。为了解决生存问题，他一边种庄稼，一边干木匠，一边做会计，一身兼数职。为了贴补家用，更是钻窟窿打洞，尽可能地为家庭财务开源节流。

但这一切，只是父亲精明的一小面。他更大的精明，是为了实现大战略，可以毫不犹豫地牺牲眼前利益。有一年，我们兄姊几个都要交学费，家中一时无法筹措资金，父亲计划卖掉一块宅基地应急。买主知晓我们家中的困难，故意将地价压到极低。母亲听到报价后，眼泪都流下来了。但父亲摆摆手，欣然接受。多年之后聊起这事，父亲给我的解释是：实在找不到买主了，所以贱价也得卖出去。如果光看这一块地的卖价，我们是吃亏

了，但从整个家庭考虑，这块贱卖的宅基地却解决了当时全部的困难。要算大账，不要算小账。

好一个“要算大账，不要算小账”！

父亲没有学过经济学，不知道经济学中有一个“外部性”的概念，但他的所思所行，完全符合经济学常识。后来国家要建高铁，看到网上那么多人长篇大论地表示反对，所持论据无非是造价、收益等，我看了，感觉实在好笑。很多学富五车的人，目光如豆，眼界不过三尺，见识还不如我小学还没毕业的父亲，想来真是荒诞。

坚持不懈，实现战略

父亲培养孩子上学的工作，从二十多岁一直持续到五十几岁，将近花甲之年。我通过社会招考的方式进入警营，五十七岁的父亲才一声长叹：你们几个都上完学了，我终于可以松口气了。有一次，老家有喜事，我在席间听父亲向别人谈起孩子的教育问题时不无自豪地说：“对我们农村人来说，孩子的学习是天下第一件大事——只有知识才能改变命运啊！”厕身在一众农人中间，父亲能说出这样一番话，真是不简单。我为有这样的父亲而感到庆幸、骄傲。

很多年后，我投身股市，有了一定的阅历和体悟，我发现父亲为了改变全家命运而制定战略、坚守战略、实现战略的过程，和股市投资中发现价值、坚守价值、实现价值的过程如出一辙。这让我开始认真地思考战略对于股市投资的意义。

# 3 投资的战略

## 投资是生活的一部分

战略对一个普通的中国家庭具有如此重要的意义，对于投资者而言，是否也具有不可替代的作用和地位呢？

答案当然是肯定的。

投资是生活的一部分，二者从来都是一种紧密相连而不可分割的关系。彼得·林奇甚至认为普通投资者相比专业投资者的优势之一就是更容易感受到生活的启发从而产生超越专业的力量。当投资渐渐成为一种习惯，我自觉不自觉地，开始用投资的眼光和思维来观察和思考生活。这时我突然明白投资与生活的辩证关系：投资原本就是生活的一部分，它具有生活所具有的一切特质。这段话的另一层含意解读是：在普通的生活中，我们也常常可以寻找到投资的规律、体悟到投资的真谛。

那么回归到投资的话题上来，战略对于投资的意义何在？

其实在对我们家庭的进步与分析中，我已经给出了答案：战略是一种方向的选择，战术只是一种技巧的框定。当方向选择正确的时候，技巧的作用只是加速或延缓目标的实现。也就是说，针对目的地，只要我们选择的方向没有错，行走的速度只能改变到达的时间，而无法改变或迟或早最终到达的结果。

所以确定投资的战略，是我们投资者在投资领域为攻城略地而需要面对的头等大事。

## 股市三观

投资的战略需要解决哪些问题呢？

正如一个人在走向社会的过程中无可避免地会选择和建立自己的人生观、世界观、价值观一样，投资者进行理财投资，首先要解决的，当然也是自己的“投资三观”——再明确一下，对于股市投资者而言，就是“股市三观”：

第一，我们如何正确地认识和看待股市？

第二，我们如何正确地认识和看待投资？

第三，我们如何正确地认识和看待自己？

对这三个问题的不同认识、不同回答，会从根本上决定我们在股市上的不同表现。投资理念、投资技巧、操作系统、交易心态，这些看似局部或零碎的东西，其实都取决于我们最初建立的“股市三观”。再进一步，可以肯定地说，投资者最终的命运，也完全取决于“股市三观”的规定：巴菲特之为巴菲特，来源于他对上述三个问题的回答；利弗莫尔之为利弗莫尔，也来源于他对上述三个问题的回答。对股市三观的不同思考和不同抉择，最终造成了两位资本大佬首富与自杀的不同命运。

苏格拉底说：“人类普遍地对一件事情无知，而这是一件最必要知道的事情。那就是怎样正确地生活，怎样去照顾自己的灵魂并且使它尽可能地完善，还有，人们对这种无知普遍地是视而不见的。”这个被人们普遍地视而不见的东西，就是后来流传千古的“苏格拉底之问”：我是谁？我从哪里来？我将到哪里去？对这三个问题的不同回答，最终造成了后世哲学的纷纭流派。

对于股市投资者而言，“如何看待股市？如何看待投资？如何看待股市中投资的我们自己？”同样是不得不正面和回答的“股市苏格拉底之问”。

很多投资者在进入股市之前，甚至完全不知道股票是什么？这就是大多数人对第一个问题的回答；进入股市之后，原本是想进行长期投资达到稳定营利的目的，但搞来搞去最后却搞成了高频交易、波段操作、趋势为王的狂热投机分子。这就是大多数人对第二个问题的回答；自己对股市、对投资明明“无知识无经验无脑子”（我谓之“股市三无人员”），却自视甚高，以为自己天赋异禀、智力超群，甚至运气最终会站在自己这一边，渴望赌王式的一夜暴富。这就是大多数人对第三个问题的回答。

正是因为大多数人对“股市苏格拉底之问”的上述回答，才最终造成了股市后来流传的“一胜二平七负”之说。大多数人股市三观不正，乃有此境。

# 4　如何正确认识和看待股市

## 股市的本质

股市本质上就是一个市场，一个可以让交易双方互通有无的地方。你有钱，但是没有企业，更不会经营企业，我有企业，也会经营企业，但是没有钱。在股市中，通过股票的买卖，我们二者可以达到一种完美的结合。你的钱买了我的股票，你的钱就不再是普通的钱了，而是流入企业，成为企业经营的资本。我的股票卖给了你一部分，意味着我的企业就不再单纯是我一个人的企业了，而是有了自己的股东。企业通过股票的出售，实现了经营资本的聚合，当然，也同时实现了股权的分散——我卖给你的那部分股票，不是一个简单的电子凭记，它其实是我企业的一部分股权。当你拥有了股权，哪怕再多或再少，你都拥有了法律所赋予股权的一切权利和义务。也就是说，依据股票，你有了分享企业发展红利的权利，也有了维护企业健康发展的义务。当你的股权达到一定程度的时候，你甚至可以解散董事会，重组企业。

从互通有无的角度看，股票市场和生活中常见的蔬菜市场没有两样。但从股权的角度看，股市与菜市的最大区别是，股市除了是一个市场，具有普通市场所具有的一切性质，还具有普通市场所不具有的股权交易的特质。

记住，股权是股市交易的最终标的，也是股市交易的本质所在。

这意味着我们买卖股票的行为，实质是一种企业经营行为。既然是企业经营，那么我们盈利的手段就是企业的分红和企业的成长。一家经营正常的企业，每年的利润分配无外乎两个方面，拿出一部分维持经营者与所有者的正常生活，剩余部分进行再投资，从而扩大企业的经营规模。前者就是企业的每年分红，后者就是企业的后续成长。

## 获利的途径

如果把股票投资者作为一个整体看待，其从股票投资行为中获利的根本途径，有且只有以下两条：企业的分红和企业的成长。

但是作为普通投资者而言，股票市场尤其是二级市场的投资者，明明是作为一个个的个体存在的呀。所以，当普通投资者化身为个体的时候，盈利的途径的确又格外生发了新的一条：市场波动的钱。

支撑股票价格的因素在大的方面有两条：一是股票所代表的那家企业的基

本面；二是市场交易者的总体预期。当企业经营良好，利润丰厚，迭创新高，并不停成长，企业给投资者回报的能力就会格外突出，股票的价格就会表现得相对坚挺。从长远看，股票的价格就是企业基本面的反映。但是股票的买卖毕竟是在不同个体间进行的，所以个体对未来趋势的预期，会在短期内成为影响和制约股价涨跌的重要因素。当大家一致看好未来时，会加大股票购买力度，于是股价越涨越抢手，而当大家一致看衰未来时，会加大股票的抛售力度，于是又出现股价越跌越乏人问津的尴尬局面。这种境况，在股市中经常见到。以至于有人疑问，这等现象完全有悖于经济学讲义中的“市场供需规律”嘛。其实，价格和需求的规律并没有被违背，根本原因就是股市中的短期走势中加入了人的预期这一额外的局限条件，书本上严格的“供需规律”被扭曲异化了。从长期和本质上看，供需规律并无丁点变化。它依然存在，只是被某种阶段性的表象短期地屏蔽掉了。

正是因为人的预期因素，股价总会产生短期的波动。曾经有人问一位投资界大佬：你怎么预测未来几年的股市？大佬回答：我预测未来几年股市将继续波动。好像是一句玩笑话，却直抵市场规律的核心。股市唯一不变的规律就是股市将永远波动。对于这一规律的认识和追究，投资学家们又总结出了“周期理论”和“钟摆理论”。对这些理论，霍华德·马克斯在《投资最重要的事》一书中均有论述，有兴趣的朋友可翻书一读，这里略过不提。

我想强调的是：正是因为股价波动的存在，所以投资者似乎又从中嗅到了除分红和成长之外的第三种股市盈利之道。是的，这就是人们常说的：“赚市场波动的钱。”

所谓市场波动的钱，就是差价。昨天股价10块钱，今天11块钱，这1块钱的差价就是投资者渴求的目标。理想的模式是：在10块钱的时候买入，然后在11块钱的时候卖出。网络上无数的股神和骗子就是这样诱导或者说欺骗他们的追随者的：打板说，神准说，诸如此类的蛊惑和吹嘘由此而来。

## 波动与骗子

既然波动无时无刻不存在于股市，我为什么还说宣扬靠股市波动赚钱的股神多是骗子呢？原因就在于从整体和长远看，股价的波动就是一种随机行为。我投身股市十余载，历经2008年、2015年两次堪称经典的“世纪大崩盘”，数度穿越牛熊，阅人不在少数，除了骗子，我的确没有看到多少靠谱的依靠股价波动即能实现稳定盈利的人。暴富是有的，但一次性的成功，往往具有不可复制性。例如体育彩票几乎期期都能产生一位百万富翁，但这样的机会可遇而不可求，我们最好还是不要奢望好运总是降到我们头上吧。我的意思是，我的确见到过因为依靠市场的波动而一夜暴富的人，但我没见过总是依靠市场波动而致富的人。格雷厄姆不是、巴菲特不

是、费雪不是、彼得·林奇不是，利弗莫尔是，但最终破产，一枪自毙。中国投资者中也不乏投机制胜的传说，后来的事实证明，这些人要么涉嫌内幕交易而锒铛入狱，要么归于沉寂消失于无踪。我不相信这些人已经衣锦夜行、富贵而隐。资讯无限发达的时代，巴菲特在这个星球上恐无隐身之所。因此，我更相信这些牛皮烘烘者在追求财富的道路上最终都被淘汰出局，甚或死于非命。

不止一位投资大佬告诉我们："要像经营企业一样投资股票。"我相信这些人不会是骗子。因此，我愿意再强调一遍投资者股市获利的两大最重要最靠谱的手段：企业的分红和企业的成长。当然市场有时候会为企业进行错误的定价，我们在低于企业价值的价格上进行购买，然后在企业价格回归到价值线附近的时候卖出，这种获利手段貌似也在做波段。但究其实质，这种方式依靠的还是企业的基本面分析，从本质上讲，它赚的还是企业成长的钱，与靠预期下一步的股价走势具有完全不同的性质。

## 股市不是赌场

关于如何正确认识和看待股市的问题上，市场上杂音颇多。最著名的当数"中国股市赌场论"。因为此言出自某著名经济学家之口，又非常贴合市场中的某些现实表现，因此在市场中流传甚广。

这就是中国股票市场可笑和可悲的地方。很多时候，连专家学者都无法正确地认识和看待这个问题。中国股市散户众多——单从数量上看，市场上99%的投资主体系自然人投资者；起动波伏较大——以我的粗略统计，中国股市自开埠以来，每年高低点的比率很少低于1.3，最大可达3.3；每逢暴涨之后必有暴跌——欧美成熟市场股市短期回落20%以上，就可用股灾形容了，而我们动辄回落50%以上，管理层还不好意思承认股灾；每一次股灾，都会害惨一大批新入市者，而套牢者更众——更重要的是，中国股市体制不健全，规则不健全，投资主体不成熟，管理层也不成熟，坐庄、黑市、内幕交易等乱象丛生。

如果仅仅纠缠于这些情节，我们的确很容易得出"中国股市连赌场都不如"的结论。但事实上，这些都是短期的、局部的、静态的观察和结论，并非事实真相。如果一个投资者，稍具一点理性，略懂估值的艺术，坚决不在泡沫期买入，也不一定在最底部买入——只在一个平常的点位进入股市，只要坚持长期投资，那么我们看到，在过去近三十年的股票市场上，任何一次股价高点后的回调，都是一次介入的良机。我的意思是，过去二三十年，混在中国股市，随便找一个估值合理的点位进入，至今都会获利丰厚。损兵折将的，总是那些在狂热期的高点不顾一切投入，然后又在萧条期的低点不计代价割肉抛出的投资者。

中国股市从一百点起，至今已涨数十倍，股票数量从最初的老八股扩展到今天的三千多家，基本上涵盖了中国经济方方面面的龙头支柱企业，股票市值也从微不足道的几十、几百亿迅速扩充到数十万亿，一大批诸如茅台、万科、格力、美的、云南白药之类的企业为投资者带来了几十、几百、几千倍的投资回报。说中国股市就是一个大赌场，那是你看待问题的眼光不行而已。

## 投资者的悲剧

我们刚才分析过，总体上股票给投资者回报的根本途径就两个：分红和成长。分红和成长依靠的都是企业的经营，而企业的经营都有完整的周期，至少按年计，哪能靠分分钟计时、评比、衡量？市场不管波动的问题，它只以自己的方式回报于长期投资者。我以前曾有一个比喻：市场就像一个厚道人，他拿着你的钱去做生意，赚完钱后捧着利润返回来，但是再也找不到当初投资他的人，但这位厚道人才不管三七二十一，在他眼里，所有的投资者都是投资者，所以找不到你，他不会把利润私藏起来，而是毫不犹豫地将真金白银撒向市场——得到者获利。

所以作为普通投资者，我们需要做的，就是寻找到一个合理的价格介入市场，然后耐心地等待市场的回馈——投资者最大的悲剧就是：市场需要资本的时候，你来了；而市场捧来利润的时候，你走了。西方股市有句谚语：“当闪电来临的时候，你要确保自己在场。只有在场，你才能享受到甘霖的滋润。”

## 5　如何正确认识和看待投资

### 投资的威胁

股市交易的本质就是资本和企业的结合。当我们认识到需要以经营企业的精神来投资股市时，那种一夜暴富的思想可能立马下降大半。因为常识告诉我们，企业的经营和成长绝对不会是一朝一夕的事情。也正因为如此，坚持投资，坚持长期投资才会变得非常不容易。它常常遭受到人性、舆论、外力等各方面的诱惑与影响。对它威胁最大的，可能就是我们一再跟大家批判过的投机思想了。

股票市场就是一个大的即时报价系统，每一只股票每一秒钟的价格变动都会实时地呈现在人们面前。而且这个报价系统就像传说中的永动机一样，几乎不会停息。即便在休市期间，看似大市已经停盘，但是各种各样的消息面还是会影响着股价，股价还在人们的意念中涨涨跌跌。正因为这个“意念盘”的存在，我们可以看到，几乎每一只股票的每一天的开盘价位都与前一天的收盘价格难以相同。这个事实恰恰说明，股市的报价系统，始终运转，无论以有形的方式，还是以无形的方式。所以看股市K线，你能够很直观地得出一个结论：股市为我们提供了一个无限多的机会流程。只要你愿意，你随时可以在这个市场里杀进杀出；只要你足够聪明，你随时可以在市场中挣到钱。

波动永远存在，所以这种快速杀进杀出的短频交易的诱惑便永远存在。很多投资者进入市场多年后才突然想到，自己原本是想来股市进行长线投资的，怎么操作来操作去，操作成了短频投机手了呢？很大的原因，就是受到了这种波动的惑乱。要想化投机为投资，我的建议是：漠视，甚至忘掉股市的这套“即时报价系统”。

前两年有一位经济学家说：要是没有几台电脑同时操作，你都不好意思说自己是炒股的。因为大多数普通投资者是不可能有这么多电脑的，所以他得出的结论是：散户还是不要炒股了吧。这样的言论本末倒置，甚至完全颠倒了黑白，让人喷饭。股票投资，不是这样搞的——时时盯着电脑屏幕，而且还得同时盯着几台屏幕，这哪还有投资的影子？农民不会有事没事就把种子从地里扒出来观察一番，花匠也不会天天把花草从盆里拔出来看看根系的生长情况。但是我们的经济学家，为什么对股市投资的认识就那么肤浅呢？

### 投资三段论

股市投资有三个阶段：低估阶段、平衡阶段和高估阶段。所谓低估阶段，就是原本价值10块钱的东西，卖成了8块钱，甚至5块钱、3块钱。所谓均衡阶段，就是原本价值10块钱的东西，又卖成10块钱了。所谓高估阶段，就是原本价值10块钱的东西，卖成15块，甚至20块钱了。

上文提到的股市“周期理论”与“钟摆理论”几乎宿命般地决定了，股市总是不停地在牛熊间转换，股票总是在三个阶段中来来回回地穿梭。均衡阶段当然是最客观、最理想的状态，但遗憾的是，情绪化的市场总是在悲观与乐观间跳跃，这也就决定了市场要么跌过头，要么涨过头。这种情形很容易给我们提供一种盈利启示：在大众极度悲观时，买入股票，然后在大众极度乐观时，卖出股票。

那么，什么才叫极度呢？简单的解释是：当大众某种情绪产生一致性时——即一致性地悲观，或一致性地乐观——往往就意味着情绪已达共振，彼时即是极度。当然，极度也好，一致也罢，都是一种笼统的感性表达。没办法，世上能量化的指标千千万万，唯“情绪”二字最难确切衡量。这个，只能靠经验、感觉、印象进行毛估的测量。我的方法是，当身边多年不炒股的朋友突然也开始炒股时，就应该开始警惕市场在走向极度乐观，若发现这种现象非止一例而带有某种普遍性时，就应该将这种警惕的级别从普通提向警觉的高度。如果再辅以一定的股市估值技术、大盘定位系统的配合，感受并寻找到风险点，并非难事。反之同理。你身边一众炒股高手渐渐归于沉寂，则极有可能意味着悲观的情绪生发到了极点。

## 投资三件事

归纳起来，股市投资者只有三件事可做：寻找一个好的价值，然后再寻找一个好的价格，最后就是买入并耐心等待。说白点就是，找一个有发展潜力的企业，以合理的价格买入，然后沉下心情，等待时间的玫瑰静静地开放。

这就又回到了老话题：陪企业一块成长，然后挣企业分红与企业成长的钱。

## 投资的属性

投资的过程、模式，决定了投资的三大基本属性：确定性、平衡性、耐力性。

### 确定性

也可以称为概率性。实际上，投资的世界没有百分之百的确定性，原因是影响结果的因素往往丰富而多变。投资家说“一定”，其真实的含义无非就是实现的概率大一些而已。这个问题，细究极深，难以把握，不如化繁为简，掌握个宏观的大概。诚如股神之言，追求一个模糊的正确即可。所以我把确定性简化成了四个字：“低买高卖”。这四个字是借用了波段操作手的行话——但在这儿，已经与原意有了本质上的差别。我们只要记得“在低位处投资，获利的确定性大；在高位处投资，获利的确定性小”就可以了。以沪市A股为例：5000点时进行投资，成功的确定性就小而失败的确定性就大；3000点之下进行投资，成功的确定性就大而失败的确定性就小。一举例，很复杂的事情看起来就非常简单，但事实上做起来非常难。因为人性决定了我们的随众心理，在众人恐惧时恐惧，在众人贪婪时贪婪。

投资界一个有趣的现象是：人们在低位处对确定性的视而不见已成常态。说起来简单而做起来很难的事情，从本质上讲就不是简单的事情了。低买高卖本来就是世上任何成功买卖的精义，但被波段操作手给糟蹋了。现在一提这四个字，好像就是指高频投机一样。在我的印象中，格雷厄姆老先生就曾开辟专章，分析和嘲笑这四个字的投机大法。由此可见，投机分子将这四个字祸害到了什么地步，就像暗娼对小姐这个称谓的亵渎，罪孽深重。

平衡性

这是对投资操作方面的管理要求。人走路，东倒西歪，就是失去了平衡性。没有平衡性的人，恐怕很难把路走好走远。投资的道理，与此相若。我常常嘲笑那些一会儿空仓一会儿满仓的人，原因就在于此。畸轻畸重，都有违平衡性，都不是优秀的投资。

平衡性从小到大，有这么几个层次：一是同类投资品种间的平衡；二是不同类品种间的平衡；三是不同市场间的平衡。以前在网络上也常常撰文论道：寻找最舒服的姿态面对市场。这话的意思其实也是在讲平衡性。平衡性就是寻找低估，没有平衡性就没有成功的投资——这两句话是对平衡性的最高概括。

在本书的第八章，我们会专门探讨平衡的问题，这里点题从略。

耐力性

也可以称之为持久性。种子从播种，到发芽，生长，开花，结果，再到最终的收获，这样的一个周期叫一季。股票投资的周期性也完全体现于买和

卖及其中间的持有上来。买，需要时间准备；卖，需要时间端详；持有，更需要时间的酝酿，甚至有时候可以说是煎熬。很多人的耐心只体现在卖上。这是多么可笑。

成功的投资者都有自己稳定的盈利模式，然后用自己的这套盈利模式和时间有机地进行结合，最终才会结出硕大的胜利之果。光有模式，没有时间，胜利之果不会多么丰硕。巴菲特之为巴菲特，有一个非常重要的因素不容忽视，就是他活得足够长。假如他的生命在60岁，甚至50岁那年终止，巴菲特就不再是巴菲特了。而有关研究也为我们提供了数据方面的支持——研究表明，巴菲特90%的金钱是在他50岁之后的这30年中积累下来的。看到这条消息，心怀暴富心态的年轻人，多少会有些失望吧。但这的确就是世界提供给我们的现实。对投资抱有不切实际的幻想是我们中间80%以上的人最常犯的错误——最首要最具根本性的错误，就是这条，没有之一。

## 要投资，不要投机

时间的最大属性，对于人来说，就是耐心。市场上绝大多数人忧心时间的成本，动不动就会对长线投资人提出这样或那样的质疑，最常说的一句话是："人生有几个五年（或十年）啊？"所谓的短线操作高手就投其所好，应运而生。

很遗憾，他们的理论，大多数都被事实证伪。网络上经常会冒出一些粉丝庞大的短线交易型选手——最后要么被证明是骗子，要么就渐行渐远，自己绝迹于江湖。所以投资界流传起一句口头禅："挣得多，不如活得久。"

其实，只要寻找到属于自己的稳定的盈利模式，活得久就意味着挣得多。如果把投资当作一种事业看待，那么投资就需要一种信仰。耐力是对信仰的最好体现。我常常看到一些在牛市汹汹期匆匆赶来的投资者，很快在熊市期间寻不到踪迹。这是耐力对信仰的最大讽刺。说得温情点：这样的人，殊为可惜。说得冷酷点：这样的人，死不足惜。

综合来看，确定性是对方向的选择，平衡性是对路径的选择，耐力性则是对信仰的选择。

深刻认识投资的三大性质，是我们区分投资与投机的基础：当操作行为不具有投资的三大属性时，我们就完全可以毫不犹豫地将其归入投机的行列。弄明白这些，会对我们未来的投资行为产生深刻的影响。

通过分析，我们可以轻松得出如下一条重要的结论：股市交易，要投资，不要投机！

# 6　如何正确认识和看待自己

按照学界的说法，厮混在股票二级市场的个人投资者，叫自然人投资者。与之相对的，还有机构投资者。腾腾爸喜欢把“自然人投资者”叫作普通投资者。之所以如此取舍，主要原因就是牵涉到投资者的自我身份定位问题。

## 投资者分类

根据投资者的个人能力，我把所谓的“自然人投资者”分成四类：神人，贵人，高人，普通人。

所谓神人，是指天赋异禀、无师自通的人。这类人能掐会算，长着阴阳眼，股市的涨涨跌跌似乎完全掌握在他们手中。每天都有交易，每天都能抓住涨停板。这类人活跃于网络中的各大投资网站与论坛中。也就是说，我在网上听说过，在现实中却尚未见过。考虑到我没见过的东西并不一定不存在的现实，本着科学谨慎的精神，我愿意暂时承认这类人的存在，姑且先在我的投资者分类中为其保留一个位置。虽然我不信，但万一要是有呢？

所谓贵人，是指出生于大贵之家，从小就受到父辈高人的精心指导，财智开发早，财技训练好，并且很早即在实战中积累了丰富的投资经验。这类人因为出身的不同，与我等凡夫俗子相比，更早地接触和学会了股票投资，也因为近水楼台先得月的指点和训练，少走许多弯路，因此更容易获得投资方面的成功。这类人在现实中是存在的。比如大家现在耳熟能详的股神巴菲特先生，大学一毕业即师从于价值投资的老祖师格雷厄姆先生，你能天真地认为他只是一介平民之子吗？

所谓高人，是指久经沙场、身经百战、已在穿越多轮牛熊间建立和健全了自己独特的投资交易体系，并寻找到了稳定的赚钱盈利之道的老手。这类人没有天生神技，也无深厚的背景关系，但依靠自己后天的努力与领悟，在投资方面已经多有斩获。

剩下的，就是所谓的普通人。可能是新入市的“股市三无人员”，也可能是早就入市但至今一事无成的人。说直白点，这是市场中的绝大多数人。你说他不懂股市投资吧，他懂点；你说他懂股市投资吧，他懂得并不多。这类人在市场中被称为“韭菜”，暗含被收割的贬义。

那么问题来了：你是上述四类人中的哪一类呢？

## 普通投资者

人类争强好胜的本性决定了，很少有人会主动承认自己是普通的，甚至是愚笨的。面对上述问题，绝大多数人的第一反应是：我可能不是神人，也不是贵人，但也许会成为高人。

通过努力，人人都可能成为高人，问题是，现在呢？研究表明，无论是智商还是情商，在大众层面总是呈现出典型的正态分布的规律。这也就意味着，最聪明的人和最笨的人总是占据着人类中的少数，大多数人则是相差不大的寻常人。哪怕最聪明的人，也要记住这个世上一定还有比自己更聪明的人，也要记住世上还有“三个臭皮匠赶上一个诸葛亮”的说法。

如果能认识到这一点，投身股市我们就能冷静许多。

投机的人总是认为自己比别人聪明，博傻的人总认为这世上一定还有比自己更傻的人。这些都有违科学规律的。不把自己当普通人对待，恐怕是股市投资者最常犯，同时也是严重、愚蠢的一个错误。所以，现在，我们只是普通人。对于市场中的绝大多数人而言，这是最大的现实。出于审慎原则，我认为这一告诫，应该适用于市场中所有的投资者，尤其对新入市者而言，没有例外。

我见过各行各业的佼佼者进入股市后也曾充满幻想，认为既然能在工作中有出色表现，那么在股市投资方面也极有可能具有超越常人的能力，但最后也不得不放弃幻想，洗耳恭听市场先生的残酷告诫：在股市，无论出身，无论职业，无论学识，大家都是平等的。

这就是我喜欢用“普通投资者”来称呼市场上大多数自然人投资者的原因。

## 放弃暴富思想

承认自己只是一个普通投资者，没有超越常人的力量，这即意味着我们要想获得超过市场的投资收益是一件很难的事。事实上，世上很少有连续20年增长速度能维持在20%的企业，世上也很少有财富年复合增长率维持在20%的投资者——不是完全没有，很少，有就是奇迹。作为一名投资者，你能达到这个水准，你就是巴菲特。

普通投资者初来乍到股市，经常被网上各式各样的股神诱惑，以为一年挣几倍甚至几十倍的事情是很容易发生的。事实恰恰相反。这些事情更多的只是发生在传说和谎言中。极端的市场环境下，会偶尔产生这样的奇迹，但从来都不具有长期意义上的连续复制性。这就是网上的诸多大神最终又归于尘埃的真正原因。统计上的数据，股市收益的长期年复合增长率，也

就在10%左右——加上通胀增长率，年复合增长率能达到14%—15%的水平，就已经相当不错了。很多世界级优秀的投资基金也就处在这个档次上。能够做到这一点，我们已经算得上足够优秀了。能实现每年20%的财富增长当然很爽——因为这意味着你已经达到股神的水平，但要是能做到每年15%左右的财富增长，实际上已经是跑赢了市场。是20%更有实现的可能呢？还是15%更有实现的可能呢？

这一段话的意思，是想告诉大家一定要放弃暴富的思想。股市投资的确能够致富造富，但这至少需要两个基本的前提条件：一是你有正确的方法；二是还有时间的浸润。香港已故股神曹仁超先生曾提出一个“三十年巨富”的观点，认为一个人要想通过股市投资达到大富巨富的目的，没有三十年的时间是不可能的。腾腾爸对这一观点，深表赞同。当然，或许会有例外，但对普遍性规律而言，三十年的要求，对大众可能更有实际意义。

## 结论

对这一话题的探讨，我们得出了两点结论：

1.我们中的绝大多数人，只是普通投资者而已；

2.这意味着我们应该放弃暴富思想。

正所谓静水流深，不疾而速。这是我能送给阅读本书的普通投资者最大的忠告了。

# 7　投资者的战略

## 生在中国很幸运

在拙著《投资大白话》（电子书）一书中，介绍自己的三层投资交易体系时，我提出“投资首先投的是国运”这一观点，引起很多读者的共鸣。这番道理并不难理解。古语讲：“皮之不存，毛将焉附？”不仅股市投资者，生活在这个国家中的所有人，其人生命运（当然包括财富命运）都与这个国家的未来息息相关。举个简单的例子，一百年前，作为普通人，你在中国无论搞什么样的投资，最终的结局可能都是非常惨淡的。国运不举，实业不振，哪里会有投资者的未来？

所以这一点，要恭喜大家，我们都生在中国，尤其是生在当今之中国，我们赶上了二百年来中国最好的时代。这可能是今天的投资者应当投资、勇于投资、坚持投资的最大逻辑基础。巴菲特说：“生在美国，我像中了五百万美元的彩票一样幸运。”套用一下，作为当代中国人，我们完全可以说：“生在中国，我像中了五百万人民币的彩票一样幸运。”也许现在看起来，五百万美元所代表的财富价值远超五百万人民币，但如果放在更长的时间里来验证，焉知情形不会颠倒过来？

## 一组数据

泛泛地谈国运、聊情怀，可能还不能充分说明问题，那么我们就简单罗列和分析一下几组数据吧。

### 历史数据

2007年牛市的时候，中国A股一年新入市股民近6000万户；2015年半拉子牛市的时候，一年新入市股民3000余万户，加上行情开始启动的2014年也有900多万户，所以2014—2015年共入市近4000万户新股民。现在全国总共有多少户股民呢？据统计约有1.2亿。也就是说，光2007年、2015年两轮牛市就带来约1亿多户的股民——当然有进就有出，这里只是对新进入股民的毛估计算——2006年、2007年大牛市之前，中国股民撑死不过千万。

股民数量随股市波动而逐阶升高已是一个不争的事实。我们可以认为，这一番转变，具有创世纪的意义。从2007年之后，中国社会才真正具有股民这一特定的阶层。此前，股民规模很小，炒股是一种典型的小众文化。但

2007年之后，情形大变，作为一个拥有数千万用户基数的群体，股民开始以一个阶层的形式出现在中国的社会生活之中。

从上述分析与回顾中，我们可以看到，每一轮牛市行情，都能吸引大批股民入市，而每一轮牛市行情过后，都有大批股民在股市中沉淀下来，成为下一轮行情的中坚力量。从趋势上看，这一股中坚力量是逐步发展壮大的。这也就是二十多年来每次牛熊转换后股市的底部区域总是逐阶抬升的根本原因——哪怕是市场热度再回到从前，大盘点位也很难再回到从前，因为股灾中总有一部分新股民留存下来，和以往经历多届牛熊转换的老股民一起，组成新底部的奠基者。如果考虑到上市企业的利润增长、资产增厚，这种逐阶抬升的股市格局更具有了基本面的支持。

因此，这组数据及其分析，说明什么呢？说明每轮牛市行情，对中国人来说都是一次财智大启发的过程。

未来展望

中国股民总户数现在已超1亿，与美国股民总户数大体相当，也就是说，单纯从股民数量上看，世界第一大经济体和世界第二大经济体是相当的。但是别忘了，中国有近14亿人口，而美国只有区区3亿。现在大约是每13个中国人中有1户股民，而美国大约是每3人中有1户股民。从股民在总人口的密度上看，中国还有很长的路要走。如果以美国为标尺的话，中国股民在现有基础上至少还得翻3倍才算基本达标。也就是说，未来至少还得增加3亿户股民。如果每轮牛市能集中带来5千万户股民的话，那么中国至少还需要6轮这样的大牛市才能完成任务。如果此前二十多年中国股市每三至五年才能发动一场集中攻势的规律在未来继续有效的话，那么要完成3亿户新股民入市的任务，就意味着至少需要二十年，至多30年的时间。

这组数据、这番计算又说明什么呢？说明今天留在市场中的股民，每一个人都是幸福的——只要能坚持到底，好日子还在后边。市场上对这种老股民期望新股民涌来当“解放军”的想法和做法，有一个形象的称谓，叫“割韭菜”。作为一名信奉价值投资的长线投资者，腾腾爸反对割韭菜之说——但就算是割韭菜吧，通过上述分析我们可以看来，未来依然可期待。今天对股市不闻不问的人，可能就是我们未来培养和“收割”的对象。

认清这一点大势，非常重要。

请快上车

关于美国股民的数量，腾腾爸提供的还是最保守的一组数据：1亿股民只

是计算直接交易和持股的，而美国的实际情况是，401K计划等鼓励和培育机构力量的制度已将大约三分之二的美国人推到了间接持股人的地位。如果算上这部分人，美国股民至少还要再翻一倍。如果中国股民密度将来也发展到这个水平——画面太美，不敢想象。

这番推算，和众多经济学家对中国经济远景的测算，有着惊人的一致性。未来二十年，中国经济复合增长率若能达到5%的话，意味着中国GDP将有机会达到200万亿人民币。如果证券化率达到100%的话，意味着股票市值会是今天的5倍左右。如果证券化率达到历史上曾经达到的160%的话，则意味着还有七八倍的空间在等待着我们。

这组数据又说明了什么呢？说明今天持有股票的人，只要持有的不是透支未来二十年增长潜力的泡沫股，二十年后都将收益惊人。

## 三点结论

通过上述分析和讨论，我们很容易得出三点结论：

第一，坚信国运，未来三十年是股市投资者的春天；

第二，每一次牛市行情，对中国人而言，都是一次财智大启发的过程；

第三，当前和今后一段时期，每一次股市大回调，都是后来者不可错失的上车良机。

如果说“如何对待股市、如何对待投资、如何对待投资者自己”是关于投资的最具根本性的战略，那么上述三点，则完全可以说是当今中国人作为投资者的最大战略。

这三点，可以总结为一句话：当代中国，投资股市，正当其时，不可错过。

# 第二章
# 我曾经的财务窘境分析：理财投资要趁早

同样的国家、同样的时代、同样的背景，甚至从事着同样的工作拿着同样的收入，为什么有的人过得有滋有味、风生水起，有的人过得紧紧巴巴、窝窝囊囊？

不怨天，不怨地，只怨你自己。

# 1　单身贵族与财务窘境

## 月光族

刚参加工作的那几年，我过了一段无忧无虑的单身贵族生活。当时月薪403元，因为办理相关手续的问题，第一次拿到工资实际上是到单位报到之后的第四个月。四个月的工资，一共1612元。一块参加工作的同事，都欣喜异常，商量着一块去撮一顿。看到大家衣着鲜亮，我感到自己穿得太过寒酸。在去饭店的路上，拐个弯，去了县城最高档的一家商场，按照营业员的推荐，花1200元买了一件看上去很时尚的外套。那顿饭采取的是AA制，平均每人120元。饭毕，1600多元的工资，我只剩下300元。周末回家，为报答老爹老娘的养育之恩，又买了200多元衣料、零食品。用我母亲的话说："4个月的工资，差点没够老小一个星期的花销。"

我可真够时髦的，在"月光族"这个名称还没有在神州大地上盛行起来的时候，我实际上已经这样做了。在我引领时尚的同时，也旋即把自己扔进了漫长的财务窘境里去了。

好在那个时候工资不停地涨。也就一年之后吧，工资上涨到了千元左右。一年工资就翻倍，真是激动人心啊。这个月的工资刚花完，下个月的工资就来了，而且是加大分量地赶过来了。这样的生活，的确让我感到舒畅。

## 万元户

工作之后，我写作的特长得到了充分的发挥。当时是平面媒体盛行的年代。有一次，我看到办公室里有一份省公安厅主办的期刊，翻一下里面的文章，满不在乎地对同事说："这样的文章，我也能写啊。"听到我这番话的领导和同事，轻轻地抿嘴笑。后来又有一天，我在单位如厕时，看到地上一份公安简报，上边详细记载了本地一个恶霸团伙作恶和覆灭的全过程。我心下纳闷，这样一个好的案例怎么就没有写成通讯报道呢？回来后主动请缨，承担起案件的宣传报道任务。一番采访，伏案疾笔，我写作了平生第一篇长篇通讯报道，投稿给省厅期刊。一个星期后，编辑部来电，稿件采用。两个星期后，7000多字的长篇报道加上压题夹图照片在期刊中全文刊发。一个月后，1000多元的稿费寄到单位。

此事轰动全局。因为在我之前，单位的宣传稿件最高的发表级别就是市级的党报党刊，而且鲜有超过3000字的稿件。我上来就是省级杂志，一下就是洋洋7000余言，在领导和同事的心目中，显然非同一般。

这一稿，给我带来了很多好运。此前，我在110调度大厅负责接听群众报警，此后我被调往秘书科，专事文字宣传，从此开始了八年之久的文秘生涯。干宣传的好处，我没多久就体会到了：一是很快在单位里打出了名气；二是给我带来了很可观的工资外收入。主要包括两个方面：编辑部邮来的稿费，以及单位内部的现金奖励。

当时国家正式出版刊物的稿费一般是每千字在150元至300元之间，个别刊物为争夺好稿，也会给出一字1元的价格。公安这个行业本身可写素材就多，我本人又特别热爱，来稿很快，产量也很高，基本上每年发表稿件30万—50万字，平均每月2万—4万字，按稿费中位数计算，每月基本上能保证为我带来两三千元的稿费收入。单位为鼓励宣传曾专门出台一份奖励文件，中央级发表一稿奖励400元，省级奖励100元，市级奖励20元。在我之前，单位的宣传稿件基本上都是在市这一级里打转，单位一年付出的奖金不过一两千元。我从事宣传后，一年时间，仅中央级报刊上就发表了20余篇文章。仅此一项，奖金即超万元。所以当时我在单位里很快得到了一个“万元户”的绰号。

## 财务困境

但这无法改变我月光族的本色。工资一到手，马上花完；稿费一来，几天就不见了踪影；奖金发下来后，好像水，很快就从指间漏掉。那几年，我好像总是在眼巴巴地等待着下一个月的工资、下一笔的稿费、下一年的单位奖金。

大哥总是提醒我：“你年岁不小了，该攒钱了。”我总是很委屈：“我也想攒啊，但是，攒不住呀。”大哥经常给我提起他的一个下属，那人比我早上一年班，每年也就那点死工资，但上班两年存款就已经过万了。怎么可能呢？好像那两年他没吃没喝一样。我总认为大哥是在给我虚构一个故事，对他的善意提醒从来没有放在心上。

和腾腾妈谈了漫长的四年恋爱，好像从来没感受到过钱的重要性。吃一顿丰盛的烛光晚餐需要200来元——好办，不就一篇稿子的事吗？一件漂亮的裙子需要500余元——没关系，我一篇三四千字的长篇通讯就能解决问题了。一颗钻戒需要5000余元——咬咬牙，采访发表了一篇两万余字的报告文学，得到了生平最大的一笔稿费，也很快度过了一时的财务危机。一套100平方米的婚房需要5万余元——单位搞的集资建房，有一定的福利性质，虽然几年后才能住上房子，但需要马上交款——我傻眼了。

岳父拿了一半，可还有一半没有着落呀。只好觍着脸往家里要。大哥给了我1万元，父母给了我1万元，我自己手中有2000来元，最后一算，还差500元。真的，当时真的只差500元，我怎么凑，都凑不齐了。父亲在一

边看着我，问：“你再想想办法，500元都拿不出来了吗？”我满头大汗，一脸沮丧，就那么支支吾吾地站在原地。父亲看我真的没有办法了，从包里掏出500块钱来，对我说：“你大哥不相信你会一分钱也没有，所以故意没让我把钱全部拿出来，现在看，你真是一分钱也没有了。”

我接过钱，眼泪流了出来。父亲轻叹一声，说：“你每月工资那么高，还能写会画的，听说光稿费就比工资高几倍，这几年单位里还发奖金，每次也都是一万两万的。没见你干什么呀，你的钱都跑哪儿去啦？”

父亲的这一番谈话，让我一辈子都无法忘掉。

交完房款，和父亲一块到大哥家吃饭，大哥透露的一条消息，更让我内心别生一番滋味：大哥以前经常给我提到的那位下属，这次也买房了，用的全是自己这几年积攒下来的钱。我发现，其他一块工作的同事，烟不出火不冒的，也都把集资款如期交齐了。原来，一分钱难死英雄汉的事情，只发生在我一个人身上。

# 2 我为什么陷入了财务困境

为什么一块上班的人，我的收入还几倍于他人，偏偏是我陷入了财务困境呢？以现在的认识深究起来，我当初真是错误百出。

## 完全没有理财意识

上学时，因为是老小的缘故，我在财务方面得到了家庭最大的支持。这造成了我大手大脚花钱的习惯。参加工作后，工资到手，尤其是有了大笔稿酬后，我在财务上的自由进一步得到了解放。这种自由实际上是一种完全无意识的自由，最直接的结果就是我太没有理财意识，花了很多不该花的冤枉钱。

比如我拿到人生首次工资后购买的那件上衣，现在看来就很有问题：

**1.**我究竟需要买那件高档外衣吗？当时我手中只有1600元，却为一件上衣一次性花掉1200元。资产项目下，纯消费类的“固定资产”一下子占去总资产的四分之三。连卖菜大妈都知道吃穿量家当。当时我的确不如卖菜大妈。

**2.**那件外衣究竟适合我穿吗？买衣服就买衣服吧，好歹也是添置“家产”，关键是购买衣服是临时起意、匆忙试穿、自己并无主见、听从了售货员的建议而做出的决定。这种无脑开销的随意性现在想来真是可笑。事实上我走出商厦门厅、站到阳光明媚的大街上的第一刻起，就开始后悔了。一是我发现衣服的颜色与室内变化较大，完全不适合我的肤色；二是我发现衣服的下摆过长，这使我原本适中的身高看起来有些偏矮；三是我当时身材偏瘦，那件衣服明显过于肥大；四是当时小县城整体的气氛较为保守，我从事的也是一种较为正统、严肃的职业，而我却买了一件港台味十足的外衣，还不合身，这让我穿起来有一种滑稽的味道。

那件衣服我只穿了一次，聚餐后，就把它挂到墙上去了。同宿舍有位姓梅的同事，拿到工资后花150元买了一件草绿色夹克。小梅个子很高，穿我那件衣服效果特好。我呢，肤色较黑，穿他那件夹克也正合身。所以，几乎没有任何商议，我们自然而然地就做了调换。我花1200元穿了一件150元的夹克，小梅花150元穿了一件1200元的外套。

## 毫无财富目标

工作两年后，我的收入状况还是比较不错的。工资每年1万余元，单位奖

励1万—2万元间，稿酬2万—5万元。也就是说，正常的话，当时我一年的收入在4万到8万元间。好的年份，接近10万。记住哦，这说的是二十年前。

收入当然是财富积累的一个方面，更重要的是支出。但当时我没有一丁点儿的财富目标，理财计划一团糟。所有的收入，仿佛流水，在我的指间流进流出。那么我当时的收入到底花销到什么地方了呢？现在回过头来看，简直就是一笔荒唐账。

嘴馋

虽然单位里有免费的早餐和午餐，而且单从卫生和经济的角度看，还是相当不错的，但我很少在单位里吃。在当时这算是一项福利，我自愿地放弃了这项福利。为了追求花色和口味，没事就去下馆子。单位附近的那些大小餐馆一年下来被我反复吃了几十遍。然后不断扩大探索的范围，几年后即吃遍了全县的大小饭店。最后甚至培养出听说哪有新开张的饭馆就必上哪里品尝一下的癖好。如果都是自己吃掉，也就算了。偏偏我还是一个喜欢呼朋引伴的人。一到晚上，兴之所至，我即邀请同事、朋友去单位附近的大排档一条街去喝酒——用我们这儿的土话说，叫“练摊儿”。大家都知道我有稿费收入，就常常怂恿我：“我们在某某杂志又看见你发表的某某文章了，那么长，稿费一定不少吧——请客啊。”我说好啊，我请客。一顿饭下来，稿费基本上就没了。我上班后的第二年，因为宣传工作出色，荣立了生平第一次个人三等功。市局奖了300元钱，然后我的那帮狐朋狗友又怂恿我请客庆祝，结果花掉了700多元。也就是说，除了奖金，我又额外赔上400多元工资。母亲说：嘴就是一个洞，管不好，漏掉金山银山。当时不明白，现在回想起来，这话简直是太形象、太深刻了！

臭美

俗话说“人靠衣裳马靠鞍”。因为深知自己长相平庸，只好寄希望于服饰来烘托气氛。正如我工资到手即拿钱去购置衣物一样，此后几年间我在穿衣戴帽上也花费掉了不少银子。其实，“身体发肤，受之父母”，人的相貌是天生的，外在的修饰作用归根结底还只是一种熏染，衣服只可以锦上添花，哪里可以做得到化腐朽为神奇？前些天翻以前的老相册，看到与太太恋爱时的合影，我忍不住问太太：“当年我又黑又瘦，其貌不扬，可谓丑矣，你怎么偏偏看上了我呢？”太太捂嘴笑，说：“你的美体现于由内而外的气质，不在又黑又瘦的外貌。当时你身上散发出的与别人完全不同的那股劲儿吸引了我。”我听了，心下讶异，对太太从此又多了几分敬重。至此我才明白，我并不是因为买衣服多了才吸引了太太，我赢得太太青睐别有原因。

现在我财务状况较之二十年前大为改观，身份和地位也已天差地别，但我穿衣却越发朴素。很多时候，朴素到连我的至亲好友都看不惯的地步。我有一位多年好友，就常常提醒我：在单位里大小也是个领导了，你这样不修边幅，是不是太寒碜了？其实，他只是因为知道实情才认为我简单。我单位里的同事、下属未必这样看。有一次，我简简单单穿一件T恤到办公室里去，一同事问："这件T恤看上去不错哦，多少钱？"我答："三十元。"同事伸手捏了又捏，撇嘴笑我："这件衣服最少二百元，你能穿三十元一件的衣服？"

大家看，世人看你，不在衣装而在江湖地位。因为爱淘便宜货，我不仅节省下许多钱，还额外收获了很多这般的乐趣。

虚荣

当时青春年少，正是爱慕虚荣的年龄。仅传呼机一项，就做了多少孟浪事。先是攒钱买了部数字BP机，玩了两个月，羡慕人家的汉显机。又攒钱买了部汉显机，每月为价值不菲的座机费困扰，又羡慕人家的"终免"汉显机。然后再攒钱买下终免机，没用半年，手机开始大行其道——世界范围内，经营传呼业务的公司不可避免地倒闭了。现在想来，真是太傻了。为了一个破传呼机，当初的腾腾爸真是花了不少冤枉钱。要知道当时我就一公安局小秘书，住在公安局大楼地下室的集体宿舍中，离二楼办公室直线距离不超过十五米，熟人圈局限在晚上跟我练摊的那几个狐朋狗友中，没结婚，甚至没谈恋爱，我有什么业务需求非得花重金为自己腰间挂个会叫的电蛐蛐呢？

但，我就那样干了。粗略计算，至少挥霍了我一年的工资和奖金收入。

花重金购买传呼机也便罢了，我还在完全不会开摩托车的情况下，以购买港式外套的方式购置了一辆几千元的摩托——从想法迸出，到掏钱购买，可能总共花了不到两分钟时间。当时我骑自行车经过一家摩托车店，自行车恰巧掉链子了，满头大汗之际看到一长发青年骑摩托车狂奔的倩影，一下子就被那股长发飘飘的潇洒劲倾倒。马上跑银行里，取钱，买车。这辆车后来也成为朋党们的公共用车——现在想想，亦会在哈哈大笑之余隐隐心痛：那些年，我浪费的那些钱啊！

## 资产配置混乱

一人吃饱全家不饿的年代，我的头脑中只有钱的概念而没有资产的概念。对收入的处置，要么以活期存款的方式躺在银行账户上睡大觉，要么心血来潮地花掉。也就是说，我的资产项目下就两类：要么现金，要么消费。

现金的收益率表面看起来是0，考虑到通胀的因素，实际上是负数。消费看起来无可厚非，但因为没有精心的规划而如荒原中的野草一样自由地生长。现在明白了，资产的不同处置，会在潜移默化中影响着你未来的财富增长。

如果现在的我能指导当时的我进行理财规划，我一定会提出如下建议：

1.把工资拿出来做日常花销，包括坚持杜绝上述一切随意花钱的行为，吃穿住行统共加起来，花费不许超过工资；

2.把稿酬和奖金零存整取积蓄起来，达到一定数目后，即投入购买指数基金；

3.基金数值达到一定程度后，即可通过按揭的方式购入商品房产；

4.学习并积极投身股市，积累最初的股市投资经验……

如果当时我能按照上述步骤规划经营我的财富与人生，那么我今天的处境一定会与现实大有不同。从1997年至今，中国股市至少经历了三轮轰轰烈烈的大牛市。即使当时什么都不懂，分散买入几只低估值、高股息蓝筹股，模拟出一个指数基金组合，而后二十年什么都不做，死捂至今，也应有十几倍，甚至几十倍的收益了吧。如果知道股息再投入，那么收益率一定会更加亮眼。

## 对金钱和理财有很多错误认识

财商未得启发，没有理财意识，不懂理财技巧，这些说起来还没有什么，平常人而已。最可怕的是我对金钱和理财的错误认识。当时我总是认为金钱和人情世故是完全对立的两件事。一个人一旦重视起了金钱，就会轻视友情，就会经意不经意地散发出铜臭的气味。当年大哥的那个下属为了攒钱，甚至不愿意接待前来县城看望他的哥嫂，此事在单位里一时传为笑谈。这件事情也深刻地影响着我，使我走向了另一个极端。我几乎天天拿稿费请朋友练摊的经历就是这种思想的反映。似乎只有把钱花出去，在金钱上表现出不屑一顾的态度，才对得起友情，做人才光明磊落。对待金钱的态度如此，当然不可避免地影响到我理财意识的觉醒。手中已经没有钱了，你还理什么财呀？

现在我明白了，过度重视和节约金钱固然是一种错误的做法，但无视或轻视金钱对自己及家人幸福的保障作用更是大错特错。金钱本身并无恶意，只要来得端、用得正，它具有为人类创造福祉的神奇作用。中国文化中历来有重义轻财的传统，这种传统一俟固化，贻害无穷。大众理财意识的觉

醒，首先需要克服的就是这种对待金钱的错误认识。

# 3　我的理财投资之路及其经验教训

当年为500元集资建房款而一筹莫展并致英雄落泪的场景，给了我深刻的教训。这让我渐渐开始关注自己的财务状况，第一次从行动上有了积蓄财富的冲动。从此，我竟逐渐走上了一条理财投资的康庄大道。

说起来，我的理财投资之路，充满了很多半真半假、歪打正着的谐趣。

## 第一桶金

交完单位集资建房款后，我意识到人生面临着结婚、生子等诸多大事，这些都需要花大钱，再这样入不敷出显然说不过去。我即收敛了玩心、吃心、喝心、虚荣心，开始向大哥经常提起的那位葛朗台式下属学习积蓄之道。在单位里吃、喝、住、行，节省下一切可以节省下的开支，同时拼命写稿、发表、积攒稿酬，仅用一两年的时间，竟然飞快地积蓄下了3万多元的银行存款。

结婚前夕，当父亲听说我在这么短的时间内居然攒下这么一笔钱时，吃惊得不得了。内心有一种喜悦，更有一种豁然开朗的空明感。这种前后迥然相异的对比，更给我留下不可磨灭的心灵记忆。从此我就明白了对于初入社会的新人来说积蓄对积累人生第一桶金的重要意义。

对于理财来说，开源与节流，是两个永恒的主题。从此之后，直到现在，我一直秉承着这种包含着节俭、朴素、耐心、持恒等诸多美德的积蓄精神，简单而快乐地工作与生活，受益匪浅。

靠着自己的这点积蓄和家庭的支持，我顺利地娶妻、生子。结婚的时候，双方家庭把来自于亲朋好友的礼金都如数交给了我们，算是对我们这个小家庭的第一笔资助。有了儿子后，岳父岳母和我父母兄姐给儿子的见面礼，算是对我们这小家庭的第二笔资助。总共约20万元，现在看起来不多，但在当时环境下委实不少。要知道那时小县城一套100平方米的房子也就10万块钱。那两年，我继续拼命地写稿、发表、赚稿酬，收获可能是参加工作以来最多的两年。24岁那年，我在单位的支持下，还出版了平生第一本书——一本40余万字的报告文学集，在收获种种荣誉的同时，单位还给我颁发了1万元奖金。加上这些收入，我们小家庭的积蓄很快达到30万元的水平。

当时我就是一个公安局普普通通的宣传秘书，财富意识刚刚觉醒，腰里揣着一笔小小的银行存款，感受到了一种从未有过的、由财富带来的踏实、

慰帖、愉悦、幸福等诸多美好的感受。有些害羞，又有些想炫耀。感觉钱已经很多，但又觉得还远远不够。那种欲盈而未盈的烧包感现在想来还忍不住发笑。

当年，我真是好傻啊！

## 投身股市

2005年左右，太太不顾我的反对，从银行存款中拿出几万块钱，跟着同事买了一点偏股型基金。恰逢牛市启动，不到一年的时间，居然有了大约50%的盈利。这事儿让我非常惊讶，人生第一次意识到，除了银行定期存款，我们还可以有另外也许更好的方式来处置个人资产。

在这之前，我的理财知识仅限于从父母那儿继承下来的传统认识，以为把钱存在银行里，就是最稳妥、最天经地义的事儿了。但是太太购买基金获得成功的事实深刻地教育了我。为了更好地购买基金，我跑书店里买了一本详解基金投资的书。这本粗陋的小书，成了真正开启我理财意识的钥匙。因为在这本书里，我知晓了理财的重要性，明白了个人资产的含义，理解了基金运作与盈利的逻辑，复利、投资、投机、股票、巴菲特等这些混乱而模糊的概念开始装进我的脑袋。

可以说，我开始平生第一次以半觉醒的状态来回顾和分析过去理财过程中的种种错谬与失误，也开始认真地思考自己未来的理财投资之路。

太太再接再厉，又跟着同事到证券公司开了股票账户，投入几万元小试牛刀。这一次与买基金不同，一番折腾下来之后，深套其中，苦不堪言。要知道那可是一次名扬全国的大牛市行情啊，沪指从千点之下扶摇直上，最高达到六千余点。人称“傻子都能赚钱”的年代，太太居然还是亏钱的。

太太看到我爱看书和思考，“喜欢琢磨事儿”，索性把股票账户交予我打理，乐得当个甩手掌柜，彻底从焦躁与痛苦中解脱出来。

彼时我对股市、股票还只是有一个朦胧的认识，为了尽快弄清它们的机理，我开始买书恶补各类相关知识。一边看一边学一边操作一边思考，不知不觉十几年下来，自己竟渐渐开窍。我有幸全程经历了2008年与2015年两次世所罕见的“世纪性大雪崩”，至今收获丰厚。

在投资股市的过程中，我当然也遭受过套牢、亏损，甚至种种“黑天鹅事件”，但总体上看，每一次失败和挫折都像每一次成功和收获一样给我带来更多的经验和教训。这些正、反两方面的经验和教训成就了我、富足了我。

更重要的是，这些年的业余投资经历不仅富足了我的生活，更是对工作和生活等人生很多方面带来了积极的影响。由投资而生活，我从中领悟到了很多做人做事的道理。

真可谓一道通、道道通。

这算是人生的另一种收获吧。

## 实践出真知

这些年的理财投资经历，让我深刻明白了如下几点道理：

### 理财是一门学问

普通人常常陷入一个思维误区，总认为理财是富人才有资格做的事，跟我们平头百姓无关。实际上，只要你生活中有现金流存在，你就有理财的需要。“现金流”这个词在这里的含义就是：不论你手中拥有的钱财是借贷来的，还是自有的，你都有打理的必要。假如是经营一家企业，你会非常慎重地对待企业的财务问题。但为什么到了生活中，却对财务问题漠视起来了呢？打理好自己的生活，和经营好一家企业，有本质上的区别吗？

生活中常见的例子，正如上文详细剖解的腾腾爸和那位现实版的葛朗台同事，同样的收入状况、同样的生活背景，有财务打理行为与没有财务打理行为的两类人，生活状态完全不同；有财务打理行为与没有财务打理行为的同一个人，前后生活状态也会完全不同。

随着研究的深入，你会发现，从财商到财知再到财技，理财是一门完全系统化的科学，它包含着经济、货币、投资、政治、历史，甚至心理等各个宏观与微观的层面，是一门涉及面极广的综合性立体化科学。认识它、学习它、掌握它——我们不必人人都成为专业理财师，但至少应该让我们可怜的财商得到些许启发。理财的目的不必人人豪富，但在力所能及的基础上避免财务困境却是完全可能的。

所以，听腾腾爸一句话，从今天开始，重视理财这门学问吧。

### 理财应趁早

关于理财，普通人常犯的另一个错误认识是，只有成家立业、有了一定积蓄后才有理财的需要，除此之外都是没有必要的。但事实恰恰相反。我的教训是，对任何一个正常生活的人来说，理财都是必要的。为了尽快改观

自己的财务状况，理财不仅不是可有可无的，而是越早越好。据说犹太人的财商教育从出生始，至死亡终，这才成就了“世界的财富都装在犹太人的钱袋里”的神话。中国人自古重仕轻商，以重义轻财为传统美德，完全扭曲了义与财的和谐共生关系。对中国人来说，这是一个流传了千年的错误。

为什么反复强调个人理财要越早越好呢？因为理财或投资中，时间因素不可忽视。香港投资家曹仁超先生对于股市投资曾经有一个“三十年致富”的理论。大意就是强调时间对于投资者的意义。也有很多研究者（包括腾腾爸）认为，巴菲特之为巴菲特，很重要的一个原因就是他活得足够长。活得足够长的意思是他投资的时间跨度也足够长。

正确的理财观、投资观不是强调一夜暴富，正如上一章我们总结的，作为普通投资者一定要放弃暴富思想，静水流深，不疾而速。这就意味着，若想通过理财致富，必须在收益这个因数上，再乘上时间的系数。

一个人生命有限，中国人的平均寿命现在大约是75岁，如果按照“三十年致富定律”计算的话，至少应在45岁之前开始着手理财和投资；如果不是想在死亡前的那一年才成为有钱人的话，理财投资的时间应该至少提前十年；如果承认自己只是普通人，在理财方面也许只有中等资质的话，这个起始点应该再提前十年。但是反过来测算，假如我们在七八岁、十余岁就能开始理财与投资，使自己的财商、财技尽早得到开发，在三四十岁间就能享受到财务自由的乐趣，人生岂不是更为美满？

张爱玲说：“出名要趁早。”腾腾爸套用一下：“理财（投资）要趁早。”

投资是理财的必然归宿

存款是攒出来的，财富是挣出来的。开源和节流虽然是理财的两个驱动轮，但很明显二者的性质和地位是有本质性的区别的。节流的目的是对现有资金的管理，开源的目的是为未来创造更多的资金来源。把你手中的钱积攒下来只是理财的一个方面，恰当地处置和利用好这笔钱，用钱生钱，创造出新的财富，则是理财工作升级换代的必然产物。

中国人向来有节俭的习惯，这对于理财来说，其实只是做了很简单、很粗陋的一小步，更重要的理财技巧应包含在以钱生钱的方式和渠道中。这个过程，就叫投资。

钱多了，干什么？

去投资。

投资干什么？

为了有更多的钱。

因此，理财的结果必然是引向投资，而投资的结果则是更好的理财。这二者就是如此紧密联系、相辅相成的关系。

投资渠道虽多，股市最妙

改革开放之初，人们的理财方式非常简单，除了银行存款，购买国库券，空无他物。经过三十多年的发展，国家的金融创新越来越多，人们的理财工具也越来越丰富。存款、债券、期货、房产、基金、股票，还有古玩、字画、金石，甚至包括邮票、丝竹、葫芦、核桃，只要你能想到的，可以说都有可能成为投资的工具。

以前是投资品种少，人们没有选择的余地，现在则是投资品种多，人们在眼花缭乱中没有了选择的能力。因为我们谈论的是投资，而不是投机，所以去掉那些非生息类的投资品种之外，日常使用最普遍的投资品种就剩存款、债券、基金、房产和股票等几个大类了。

存款安全性极好，但从长远看，利率很难跑赢通货膨胀；债券虽然安全性也很好，收益率一般固定，收益比存款好，长期看，也就略超通货膨胀，很难有超额收益，虽然基本能够保证本金的安全，但最大的损失来源于边际成本；基金从世界范围看，也就是与市场跑平而已，波动的风险与它投资的对象密切相关，也很难逃避种种系统性风险，而且选择基金的难度一点不亚于选股；房产从总体看，是有长期的保值增值能力的，但考虑到流动性、投入本金及当前中国房地产已经在大周期中繁荣了二十余年的现实，对一般人而言，也未必有更好的机会；反倒是当前被国人视为赌场的股市，越来越具有诱人的吸引力。在流动性、收益率、入市门槛等方面，都具有不错的说服力。最关键的一点，与已有一二百年历史的欧美发达国家的股市相比，中国股市尚处在少年期，加之国家经济正处于升级换代的转型期，未来还具有极大的增长空间，所以中国股市未来进一步的发展壮大和规范健全是非常有想象空间的。目前中国人的金融资产还更多地存留在银行存款中，A股自然人账户仅过亿数，与发达国家相比，直接或间接持有的股市资产还处在绝对的低位水平上。

这一切都深刻地蕴含着股市投资对当代中国人的意义。

风险和收益虽然是相伴相生的，但从中外信奉价值投资理念的长线投资者的投资历史及业绩看，时间会有效熨平风险带来的资产波动，长期跑平或跑盈市场对普通投资者来说，是完全没有问题的。

# 4　理财投资的步骤及原则

## 理财投资须分步

理财意识觉醒之后，如何进行有效的个人理财投资呢？我认为应该做好以下几个步骤：

建立属于自己的财富目标

人做任何事情，都应首先建立目标。只有目标确定，才能将种种无意识行为转化为有意识行为。理财同样如此。

理财的目标也包括远期目标和中短期目标。远期目标可以设定在解决财务困境、让自己的财务状况更宽裕一些等低预期档位上，也可以设定在大富大贵或财务自由等高大上的目标上。因为人生能至大富大贵者毕竟凤毛麟角，除了正确的做，往往还需要运气的成分，所以在这方面我的建议是尽量放低一下预期。低的预期更好实现，实现低的预期再向更高远的目标进发，才可获得层层推进的力量。中短期目标因人而异，可以五花八门。比如你可以设定为买一部手机、买一辆车、出一趟国、换套好一点的房子，等等。相比于笼统的长期目标，中短期的目标更具体，也更好实现。

很多人一想到投资理财，则必要财富增值达到多少多少倍云云，其实类似想法八成都是不靠谱的。每个人从事的职业、收入、现有资产、承压能力等各有不同，所建立的财富目标也应量体裁衣，突出个人特色。理财的终极目的是为了让自己生活得更好，而人生的幸福感未必就一定是来自于帝王将相，一件件小的人生目标达成，连成一串，就能织就美好人生。

积攒和分配好现有收入

我们人生的第一桶金也许来自于父母亲友的馈赠，也许来自于自己天赋异禀的收入，甚至可能来自于一笔某种不可言说的意外之财，但对于大多数人来说，进入职场，辛勤打拼，通过挣取或微薄或丰厚的薪资，可能才是生活的常态。除非生于大富之家，绝大多数人的理财之路都应该是从人生低点处起步的。所以避免腾腾爸曾经的那段孟浪经历，把你的薪水尽量节省下来，并合理分配使用，是追求理财目标的当然之选。人生不可能靠积攒而至大富大贵，但人生的第一桶金却常常是通过积攒获得。

分配好收入的含意，是指合理地控制好开支。不懂它含意的朋友，可以再

回顾一下我当初的狼狈相。如何分配好，我不多说，既因为琐碎，也因为因人而异，更因为只要稍动脑筋，做好这些并不难。

做好财富的“开源”工作

富人的收入肯定不会仅仅来自于职场上的工薪。别忘了曾经财务困窘的腾腾爸还有着至少三种收入。而我们也曾反复强调过了，“开源”与“节流”两项理财绝杀技中，更重要的一项应该是开源。动动脑子，发挥好你的特长，若在开源上有收获，则你的理财工作已经成功大半。

投资，让钱生钱

驴打滚，利滚利。这是旧社会地主统治阶级盘剥劳动人民的金融伎俩。但是到了日新月异的新社会，你完全可以通过改造、吸收，把它转化成为自己荷包服务的手段。当然，我没有提倡或者鼓励你像以前的黄世仁那样去放高利贷——事实上，我是非常反对普通投资者使用民间高利贷这种落伍的投资工具的，在未来的某个章节中，也许我们还会专门探讨和批驳这个问题——我所推崇的，只是那种“让钱生钱”的精神实质。现在合法的理财工具很多，总有一种适合你的方式方法在财富的奔跑之路上助你一臂之力。你所要做的，就是找到适合你的方式——当然，腾腾爸向你推荐的，如上所述，是股市。

## 理财投资的四项基本原则

按照上述步骤走，你的理财之路一定可以顺风顺水。但是，投资理财看似轻松，毕竟不是儿戏，它还是需要遵守一定的基本规律，也就是说，还有一些基本原则，需要提前厘清。立足于普通投资者的身份定位，腾腾爸总结出了四条——姑且称之为“四项基本原则”吧。这四项基本原则是我二十年投资理财的经验总结，也是构成本书基本框架的四根支柱。不一定是“巴菲特”们能看上眼的，却是指导着我一步一步走到今天的真经实传。写下来，供大家探讨。

安全性

投资理财的第一项基本原则：把钱放在安全的地方——我们姑且称之为安全性原则。

你已经拥有的，是你正在拥有的，既是你过去所有努力与付出的总结，也是你未来工作与生活的保障——但是若不加以珍惜，你现在拥有的，并不

代表你在未来会继续拥有。世上万物，无论金钱、青春，还是机会、友情、爱人，莫不以失去为最大痛苦。但是失去却有两种完全不同的方式：一是符合规律、有意义的失去，不是真正的失去，比如你用金钱买来了你切实需要的消费，这是金钱的价值得到了体现，这样的失去显然不是真正的失去，它只是价值从一种形式转化成了另外一种形式。你花掉2000元，抱回一台电视机——在你个人的资产负债表上，货币项上虽然少了2000元，但是固定资产项上却多了一台电视机，你的资产总额实际上是没有发生变化的。二是违背了规律、无意义的失去——这是一种真正的失去，比如你因保管不善丢失了2000元，做生意失败亏掉了2000元，如此等等。我们在未来需要探讨的，就是什么样的投资理财方式才能保证我们资产的安全性问题。

收益性

投资理财的第二项基本原则：学会让钱生钱——我们姑且称之为收益性原则。

把钱放在安全的地方，避免无谓的损失，做到这一点，只是实现了财富的保值，而投资理财的目的显然还有增值这一项，否则投资理财的意义就会至少损失一半。事实上，世上还没有绝对安全的存钱方式，有的只是短期和长期、安全与收益的计较与取舍。比如，我们把钱锁在保险柜里，短期看可能是解决了钱财的安全性问题，但放长周期看，仅仅通涨就能吃掉我们很多的财富。所以，把钱滚动起来，像一个资本家全心全意经营好自己的资本、打理好自己的生意。这样，你手中的钱，才不再是单纯的钱，而是转化成了能为你带来更多财富的资本。用经营企业的思维来打理你的钱财，你的钱，就成了利润之源。那么怎样用手中的钱滚动起你财富的雪球？我给出的答案是寻找到好企业，然后购买它的股票。因此，在未来如何寻找到好的企业，可能会是我们重点探讨的内容。

复制性

投资理财的第三项基本原则：简单实用——我们姑且称之为可复制性原则。

世上的确有人通过买彩票而一夜暴富，而且几乎期期彩票开出来后都有人在瞬间完成人生的逆袭，但即便如此，世上也很少有投资达人把购买彩票视作发家致富的可行性手段——世人购买彩票的虽多，但绝大多数都是以试一试的心态参与其中。娱乐和投机的心态远远大于投资和理财的心态。为什么会这样呢？因为以运气为主导的发家致富方式，不具有普遍适行的特征。无法复制的方法不是方法——这在投资界应该是一条铁律。

如果承认和接受我们绝大多数人都是普通人、在投资的道路上注定是普通投资者的现实，那么我们就应当努力寻找到一条属于自己的投资理财方式。这个方式必然符合以下几条要求：它必须是简单的，简单到可以让我们普通人理解和掌握的程度；它必须是可行的，至少已经被投资实践反复证明有效；它必须是可复制的，因为只有这样，它才能为大众所用。

也许有人会说："扯淡，人人都能掌握的方法还会是好方法吗？世上哪有这样的方法？"我告诉你，有的。在自行车发明之前，人们骑马或跑路上班，走不远，还很累。自行车发明之后，骑车的方法就被大规模复制，从而实现几乎人人都能学会的目标。事实证明，骑车的方法，是简单的、有效的，而且是人人都能学得会的。在汽车发明之后，类似的故事再次重演：开车的方法是简单的、实用的，而且还是可以大规模应用的。所以我告诉你，不仅简单实用的方法可以有，而且可以造福绝大多数人——再引申一下，我们甚至可以打保票地说：世上所有伟大的发明、创造、方法、理论，都应当是简单、实用和可复制的。

不具有复制性，就不具有伟大性。这个问题，可以继续质疑，我们先谈到这里，在本书以后的章节中，我们还可以继续探讨。寻找到一条适合大多数人的简单实用的理财投资之道——这是腾腾爸为本书设定的最重要的一项任务。还是那句话："您可以继续质疑——但万一要是成功了呢？"试一试吧，出去走走，永远比缩在家里强。

持续性

投资理财的第四项基本原则：持之以恒——我们姑且称之为持续性原则。

除非生于大富大贵之家，普通人的财富都需要积累这个程序。我在以前的章节中，告诫朋友们要摆正自己的身份定位，降低投资预期，放弃暴富思想，但我从来没有否认普通人可以通过自身的努力实现财富上的升腾——相反，我认为财务自由，甚至大富大贵，在找到好的方法之后，是可以通过持之以恒的积累实现的。

关于复利，以及复利的规律，很多投资类书籍上都有大段大段的分析和描述，我在这里就不再掉书袋子了，我只讲一件事情：现在世人都尊称巴菲特为股神，投资者言必称巴氏者，大有人在——腾腾爸基本上就算一个吧——但世人不知道的是，巴菲特最成功的地方并不是他有多么神奇的投资技巧，而是他拥有许多人不具有的健康长寿。有人测算过，巴菲特90%的财富是在他50岁之后挣到的——原因就是以前他的财富基数低，而到了50岁积累到一定程度之后，复利的威力得以充分发挥。

这个道理好理解：5元钱，翻一倍，才到10元钱，而100元钱，涨50%就

是50元钱。巴菲特投资年化收益率20%稍多一点，在很多人眼中这个数字不值一提，因为很多人，甚至很多傻子在年份好的时候都能达到这个投资目标，难得的是巴菲特这个成绩保持了六十余年。

所以持之以恒，尽量延长你的投资期限，才是你达至投资理想的终极之途。而延长投资期限的方法主要有两个：一是尽量活长一点；二是早投资一点。说来说去，就又说到了我们本章的题目上去了。

嗯，是的，没错，这意味着我们本章的话题，聊完了。

# 第三章
# 一条船的投资学分析：投资的第一要义是安全

2013年年初，一位朋友对我说，他准备投资建一条运输驳船。我生活的这座小城，靠着大湖，通着水路，又以盛产煤炭著称。所以我们这儿的人，有钱就干两件事，一是贩煤，二是运煤。有大钱的去贩煤，有小钱的，就造船。我一听事关投资，立马来了精神，问这问那，出谋划策。

# 1　关于一条船的分析

## 前景分析

我问他的第一个问题："你为什么要造船？"

他回答："一是手上的钱存银行里利息低，跑不过CPI，得为闲置的资金寻找出路；二是现在的钢材降价厉害，已经从高点处的每吨六七千元，降到了三千来元，以前造一条载量1100吨的大船得二百来万，现在只要一百万左右，现在造船厂的生意特别好，大家都在抢着造船。"

第二个问题："造船之后怎么经营？"

他回答："造好船交给船老大，签订租赁合同，船老大统一经营，每年定期分红。"

咦，听起来不错。袖手捡钱。

第三个问题："运费怎么算，也就是每年的利润怎么样？"

他回答："每吨运费基本就是十四五块钱，1100吨的载量，一趟能赚2万。按照一月一趟算，一年就是二十来万。所以，跟船老大签合同时，通常签一个固定的数，一年十四五万元吧。"

第四个问题："还有其他成本吗？"

他回答："有。办个船证，每年审一次，交几百块钱的管理费。每年再修整维护下，也得几千块钱。还得雇个船工，现在基本上每月3000块钱工资。杂七杂八，一年得花掉4万多块钱。"

第五个问题："一条船能用多少年？"

他回答："十四五年。之后旧船拆解，当废铁卖掉，按现在的价，能卖将近三十万块钱。"

问完这些之后，我就跟朋友算了一笔账：假设这条船总造价按现价的最低限算，100万；服役时间按最长的算，15年；每年租金收入，我们就朝多了算，固定15万元；维护及工人工资等零碎支出朝少了算，4万元；旧船处理也朝多了算，30万元——那么，每年租金收入减去各项支出，还剩11万元，乘以15年，共盈利165万元，卖掉旧船后，共195万元。就算是200

万吧，也就是说，你用100万元，用15年时间赚了100万元，利润率是多少呢？大概地估一下，也就百分之四五吧？而中国的经济呢，我估算着，至少未来十年，每年能增长7%，之后五年，再降一个台阶吧，5%总是能保障的吧。如此算来，你的利润率，恐怕还是跑不过通胀呀？

朋友听了，默然。过了几秒钟，说："但是这生意安全，没有风险呀。"

我一听，笑了。前边我给他算的是最直观的经济账，接着，我就掰着指头，给他算了一笔还没有加进去的潜在风险账：从宏观上讲，国家的经济结构一定会转型，未来十年，房地产一定不会像以前那样好，钢铁、煤炭这些大宗商品需求量下降，价格极有可能会继续下降。钢价如果继续下降，船的价值就会随之下降；煤炭需求减少，运煤的生意恐怕也不会太好，运费就会下降。刚才你也说了，现在造船的极多，船一多，竞争就大，这本身也会造成运费的降低。另外，从趋势上看，未来人工工资等其他零碎支出，也只会增加不会减少。如此，未来风险极大。

朋友不语。沉默了一会儿，又狠狠地说："我还是认为造船比存银行好。"

既然已经讲到这儿了，我索性讲话讲到底，便耐心地继续给他分析："除了上边这些宏观上的潜在风险，从资本运作的角度看，你还有一些微观上的风险——这条船上百万元，它的流动性是非常差的，比如万一你有急事想出手，不是一朝一夕就能沽出兑现的，也就是说，它的兑现性非常差。另外，船老大的信用、不可预知的天灾，如此等等，这些消极因素都还没有考虑进去呢，尤其是经营这条船，你本身浪费的人力、精力，还没计入成本呢！"

讲到这儿，朋友不耐烦了，反问我："既然这样，像你所说，造这条船还亏本喽？既然这样，为什么还有那么多人去造船？人家都是傻子，就你聪明？"

我笑了，说："从投资的角度讲，大多数人做的事情，并不一定就是正确的事情。"朋友瞪着眼睛问我："那你说，不造船我干什么好，还让它躺银行里，天天贬值？"我说："你买股票啊！现在大盘不到2000点，未来牛市一来，翻倍是没问题的。"朋友哈哈大笑起来："谁像你这么能，会炒股！"

## 投资的要义

我突然明白了，朋友到我这儿来的目的，并非征询意见。他已经下定决心造船了，并不存在商量请教的问题。他就是来给我说这个事的。就像对我说"天气预报说明天会下雨"一样。我非常惋惜。救人是很难的。做好事不能一厢情愿。我笑笑，不再多言。

这事儿看似简单，表面上只是一位朋友计划投资建造一条运输驳船，在万千普通百姓家中，不过是一项简单的理财规划，但在我眼中，它暗含着一个重大的理财投资命题，即如何让我们的理财和投资更为安全。

因为知道我投资股市有几个年头了，经常有朋友跑过来问我怎样投资，我总是回答："一定要安全。"来问投资的，肯定都是想赚钱的。我不谈赚钱谈安全，来者听罢，总难掩失望之情，以为我在敷衍。其实，是冤枉了我。我不仅认为安全很重要，而且认为投资的第一要义就是安全。

当年有人问巴菲特投资最重要的是什么，股神答："第一是不要亏本，第二是记住第一条。"所以安全是投资的前提，没有安全做保障，哪怕成功的投资也是投机，成功只能归功于运气成分。而若想确保投资的安全，则投资之前一定得有一番冷静的测算和预判。这就是我常说的：投资的前提是安全，安全的前提是冷静。

基于这一方面考虑，朋友投资造船这事儿引起了我持续的关注。我希望把它作为一个案例，来检验一下我的投资安全观。

## 实际效果

一年之后，一个偶然的机会，我到一个船厂参观，跟船厂老板有了如下一番交谈——

我问："现在钢板多少钱一吨了？"

答："2400块。"（事实上，后来钢材下跌得更惨）

我问："现在造一艘1100吨的驳船得多少钱？"

答："杂七杂八，总共加起来，最多不会超过85万元！"（事实上，最低的时候，只需要40万）

天哪，朋友的船刚造好，就白白损失了15万（最低的时候，其实损失超过本金60％）！

我问："现在运费怎么算？"

答："降了，现在一吨也就十块、十一块了。"（事实上，后来运输一度降到五六块钱——其实已经没法做了）

我问："为什么降这么多，去年不还是十四五块的吗？"

答："用煤少了，船又多了。"

我问："工人费用怎么算的？"

答："现在工人工资噌噌地往上涨，一个月不给3500元就没人干了，经验丰富的，至少得4000元！"

我问："船老大好找吗？"

厂长笑："你说呢？那么多船！船老大也得挣钱啊。找不着活，他敢雇那么多船吗？"（事实上，因为经济的低迷，大多数船队曾经在两年多的时间内几无生意可做）

所有条件，全面恶化。一条运输驳船的收益，有兴趣的朋友可以按我上述方法重新算算。反正我是懒得算了。

## 结果评判

这期间，股市里又发生了什么呢？大盘总体涨翻一倍多。很多个股上涨数倍。即使此后发生了罕见的连续千股跌停的世纪性大股灾，最低点的大盘也比起动前高出30%。

个人认为，未来随着国家供给侧改革的大力推进，大宗物品价格将会触底反弹，钢价也肯定会有所回升，朋友也许还有机会在单纯的船价上收复失地，但是至少有3点损失却永远无法挽回了：

1.机会成本——比如，投资股市所应该带来的收入，这个可能是最大一方面的损失；

2.预期中的运费收入——即便经济能重新回到过去那样的高速增长期（实际上这几乎是不可能的事情），因为造船的时机选择不好（大家都在扎堆造船，同业竞争激烈），煤炭运输业最好的时光也已经过去了；

3.折旧——这个好理解，不多说了。

后来再见到朋友，想问问船的事儿，他脸拉得老长，讪讪的。

写到这里，可能有朋友要问："那将来形势要是再变化呢？比如，将来要是发生超级通货膨胀呢？"

的确，一般的经济学常识告诉我们，要是国家真发生了超级通货膨胀，只有两类人最赚便宜：一是在银行里有高额贷款的人——因为贷款贬值了，

也就是能用较少价值的钱还以前较大价值的账了；二是拥有实物资产的人——因为贬值的是纸币，实物的价值不会变化，而价格则会随着纸币的不值钱而在纸币的数量上不停地飞涨，最终抵消通胀，从而达到抵御通胀的效果。

对于这个问题，我有两方面的回答：

首先，我非常不赞成这种把国家前途看得一文不值的思想。对于我们国家的国运，我不相信崩溃论者，我更相信罗杰斯——罗杰斯长期看好中国。即便罗杰斯，实际上也是一个参考。我更相信我们的政府，我更相信我们的人民。除此之外，我还相信我的观察，我的常识告诉我：在一个经济逐渐繁荣、综合实力稳步上升、全国人民都有着统一的忧患意识、呼吁并同意政府搞改革的国家，很难发生那么不堪的一幕。

其次，即便真的发生了所谓的超级通货膨胀，关于经济、关于股市的常识也告诉我们：股票是企业的证券化，其实质就是一种实物资产——急剧恶化的通胀系数会短期冲击股价，但将时间稍微拉长一点，通货膨胀的系数就会慢慢地折算传导到股价上。因为按贬值后的货币计算，企业的资产净值增加，股价同样会上涨！这时候持有股票和持有实物资产是可以画等号的。甚至因为股票的兑现性、流动性，比个人拥有傻大笨粗的实物资产更具有比较优势！

## 2　安全投资的四个特征

讲到这里，可以总结一下了，如果计划投资，我们需要购买什么样的标的，才更具安全性呢？我认为，安全的投资标的，必须具有如下四个基本特征：

### 高度的支配性

这个支配性，不是指法律意义上的由财产所有权延伸出来的自由支配性，而是指你在具体操作中的实际支配性。简单地说，就是它在我的眼前，在我的手上，我想怎么处置它就怎么处置它，它完全在我的控制范围之下，我想什么时候卖就什么时候卖。谁也拿不走，谁也偷不走。再以朋友造的船为例——船造好之后，自己不能经营，得租给船老大。从法律上讲，船租给船老大之后，租赁期的使用权就不属于你了，支配权转让，你想调动，你就有毁约侵权的可能。你的船，你却不能想什么时候卖就什么时候卖。更糟糕的是，万一碰到个道德败坏、私欲膨胀的家伙，把你的船开走，抵押，或者卖掉，一走了之……虽然这种可能性不太大，但在现实生活中却也屡见不鲜。尤其在经济下行期，这样的案例更是随处可见。

所以从这个角度讲，土地最有安全性了。你买了，放在那儿，偷不走，抢不走，只要勤劳，年年生息，即便承包出去，还是承包的人到你这儿来在你的眼皮子底下种地——所以在我的心目中，地主是一个最好的职业。

讲到这儿，也许有朋友提意见了，腾腾爸，现在都什么时代了，你也太OUT了吧，有两个银子就得天天系裤腰带上？按你这个说法，那些发展壮大的民营企业家都必须把企业交给他儿子啦，枉论他儿子适合不适合接班，那我们的国家还怎么发展？职业经理人制度还建立不建立、发展不发展？

咳，我还就告诉你了，职业经理人制度之所以在我国发展不起来、没有发展好，很大的原因就是因为我们的诚信体制、契约精神没有很好地建立起来，从而严重损害了企业所有者的资产安全感。没有完善细致的法律保障就没有安全可靠的支配权，没有安全可靠的支配权就没有基本的资产安全感，民营企业家在代际传递企业时，只有两条路可走：一是卖了，让有钱有能力的人来接盘吧；二是传给孩子，随他便吧！前者是财富兑现，落袋为安——是为了安全吧？后者，宁愿传给不肖子也不雇用职业经理人，说白了，不还是为了资产的安全吗？——我宁愿自己挥霍败坏掉，也不委于不信任的他人之手！

## 畅通的流动性

就是说，兑现性得好。我想买的时候就买，我想卖的时候就卖。不会因为这东西不好卖而出现财富无法周转的窘境。比如说我这朋友的船，一条船便宜了也得几十万，如果因为某种原因想抽资撤退，能说卖就卖吗？因为庞大，主顾小众，买方市场弱小。所以我们这儿有很多的船主，想卖一条船，非常困难。卖的便宜吧，吃亏。不便宜吧，又没人买。往往一晃就是几年。能几个月就找到买主的，常常庆幸祖上积德。这么差的流动性，对普通投资者而言，怎么能行呢？急惊风碰到个慢郎中，这样会死人的！

这方面，房产也不好。前几年房地产光景全国普遍很好时，想卖个房，日子还好过，但是时移势易，现在再想卖个房，你试试，尤其是像我们这小城市的。到处烂尾楼。所以要不是因为刚性需求，仅仅为了投资，房子的流动性显然不是最好的。

## 稳定的收益性

投资最直接的目的是什么？赚钱啊。赚多少钱呢？最少也得跑过CPI吧。从稳定盈利的角度看，造船搞运输显然不符合要求。但股市上却有很多股票完全符合要求。以中国银行为例。当年我朋友买船时，中国银行股价基本上就是最低的2块3毛钱，每股分红多少呢？接近2毛钱，股息率是多少呢？竟然高达8%！这个数字，现在看来多么恐怖啊！比买船要强多少倍啊。买了股票放在那儿，一点心不用操。股息率就高过了所有的银行存款利息，甚至超过了贷款利率，这就意味着买股收息仿佛银行放贷！这样的生意哪里找去？可是当年就是没人买！这就是我当年到处向亲朋好友推荐股票的原因！即便现在，中国银行虽然远不被广大投资者看好，但股息率多年来稳定在4%这个水平之上，远超同期CPI涨幅！直到现在，我还是坚定地认为银行股股价有继续上行的潜力。至少，还得有50%的理性上涨空间。

## 边际的稳定性

投资的标的，得能长期存在，不能受外部因素影响太大。比如那条船，再会维护，寿命也只有15年，每年折旧费惊人。有两年抓不到运输生意，收益率马上降成负数。这样的亏本买卖，实在难做。再来看看我持有的中国银行。解放前它就存在了，解放后它依然存在——你看，改朝换代都不能决定它的生死——即便“文革”期间，它也依然存在，改革开放了，它还是存在。而且，我可以负责地告诉你，在可预见的未来，它还是会存在的。虽然这些年投资者担忧坏账、互联网金融和金融脱媒的冲击，股价很少有表现活跃的时候，但这就是它的稳定性啊。说起来，选择投资标的，就像

找媳妇，你不能光找那些看着好看但浑身病恹恹的女子。从生物学上讲，这不利于传宗接代。从经济学上讲，不利于持家过日子。如此大事，不能不慎重考虑。

## 四美兼具

通过以上种种，大家想想，买了之后，既有支配权，又有流动性，还有收益性，更有稳定性，现实生活中这样的投资标的，哪儿找去？我的答案是：到熊市中的股票市场里找！就找那些低市盈率的（四五倍的）、低市净率的（熊市中破净的股票大把大把的有），同时又是一贯高股率息的（至少5%以上的）、又有一定增长潜力的、在熊市里被人骂得一文不值的大盘蓝筹股！

牛市中，这样的股票会越来越少，直至完全消失。如果恰在此时入市，投资者应该怎么办呢？一是等。等到牛死熊来。二是寻找市场中的估值洼地。便宜就是硬道理。谁便宜买谁。前边我们说过，投资只干三件事：寻找价值，寻找价格，耐心等待。投资的艺术很大一部分就是等和守的艺术。

# 3　投资安全观

普通投资者怎样才能建立起自己行之有效的安全观呢？我们可以从安全、风险、市场、心理四个方面探讨这个话题。

## 安全意识

### 安全第一

江湖上，保命是第一位的。股海中，资本安全是第一位的。偏偏股海中人，越游越远，越游越胆大，自认为越游越熟练，其实是越游越不安全。当然，世上没有绝对性的安全，光谈安全不谈其他，似有故步自封之嫌，缩手缩脚何谈投资？但是，世上虽无绝对性的安全，却有绝对性的风险！比如当初七八倍估值的大烂臭（蓝筹股谐音），比几十倍估值的中小板安全；后来十倍八倍估值的大烂臭，又比动辄估值上百倍的神创安全。我倒不是说估值低就意味着股价不会下跌，但至少地上的安全性明显优于天上飘着的。道理很简单：从墙头上无保护装置掉下来，摔不死，但从飞机上无保护装置掉下来，一定会摔死。这就是我反复强调安全的原因——股市的安全教育得从新入市的股民入手，让他自踏入股市的第一天，就树立起强烈的安全意识。这比随时随地地提醒安全，要有用得多、重要得多！

### 新手策略

正是基于安全性原则，对于股市新丁，我的应对策略简单而明了：投入资金绝对不能过大。如果家有百万，我建议只投入25万，最多也不要超过30万。谨记一点，投资的目的是为了将来更好地生活。在对股市一窍不通的情况下，最好学学腾腾爸，用最大的保守来做最安全的事儿。而足够低的份额就是足够高的安全垫。说句大家不爱听的，新手在牛市中是很难发财的，一时的发财，很难阻止最终覆灭的命运。因为即使发财，你也不知道你是因为什么发的财，你现在靠的是运气，不是技术，更不是本事，弄不懂这一点，稀里糊涂得到的，也必然会在未来稀里糊涂地失去。

牛市之中，财富效应常像磁石紧紧地吸住股市新丁。最糟糕的情形，随着大盘不住地上升，不断地投注，最终套牢在最高顶。人世间所有的疯狂，都是利益驱使的。500年前这事儿发生过，500年后这事儿将会继续发生。既然这样，不如拿点儿小钱，挣钱最好，不挣拉倒，第一位，安全呀。

# 风险意识

## 敬畏市场

安全的前提是培养风险意识，时刻对市场存着一份敬畏之心。很多股友都相信阴谋论。认为每一只股票背后，都有一只大手在无形而有力地操纵着。以为只要研究透这只手，我们就能驾驭这只股票，甚至，就能驾驭整个股市！多么张狂！典型的利令智昏！不懂得风险，这就是最大的风险。

有人说，不要格外强调风险意识。因为一万次的说教，不如一次的股灾。让他从雪山顶上一气滑到雪山底下，一次惊天动地的雪崩就能让他重新认识雪山、敬畏雪山。此话有一定道理，但更现实的教训是：雪崩后虽然一定会有存活的，但大多数是会彻底死掉的。那副惨相，何堪忍受？日本给小学生经常性地搞地震、火灾等灾难教育，从来都是用模拟演练的方式进行，从来没听说过一定要把孩子直接扔到火场和地震灾区中去进行的。对大多数人来说，雪崩是坑杀，不是教育。

## 认识风险

认识风险，是感受风险、判断风险的第一步。所以风险意识，是很多国际投资大师都非常注重的事儿。格雷厄姆提出“安全边际”，巴菲特强调护城河，都是赤裸裸的风险提示。

一个交易时毫无畏惧的老手和一个交易时同样毫无畏惧的新手，他们看上去，操作手法都果断而凶悍，但本质上是不同的。前者有风险评估，内心拥有强大的心理基础。后者则毫无风控概念，盲人瞎马、夜半深池。

## 牛市悲剧

牛市期间，买什么似乎都赚钱，很多新手得到了极为错误的经验感受，以为炒股如此简单。股市会让新手带着这种感觉，一气走到最高顶。新手和老手最大的区别一定会在山顶上显现出来，老韭菜承受着嘲笑一路而来，一定会在这里跟新韭菜决出个高低。当风险来临，有些老韭菜能提前预知，提早开溜，而新韭菜还在那磨刀霍霍，准备向虚无的更高峰冲刺！当雪崩发生，有些老手早有准备，撤退从容。而绝大部分的新手从未见过这样的场面，无所适从就是最终的下场。

其实，再退一步讲，根本用不着雪崩这样极端的事情发生。只要平时的少许波动，让他得到跟前几次交易完全不同的心理感受，没有风险意识的人可能就会阵脚大乱。很多失败，都是在毫无防备的情形下发生的。2015年

年初，我在雪球上频繁撰文提示风险，备受一些网友的嘲笑。当年6月，股灾发生。不知当初嘲笑我保守的朋友，现在安好？

## 正确看待市场

### 特殊市场

菜市卖的是菜，股市卖的是股。股市和菜市没有本质的区别。但是，股市又确实是一个非常特殊的市场。这里每天上演的财富故事，对芸芸众生具有无比迷人的魅力。很多人被它吸引过来，带着发财的梦想，甚至带着一夜暴富的梦想。我们看待股市的眼光因此而扭曲。股市不再是股市，股市真就如一些经济学家说的，成了赌场。有养鸡的，亦有赌鸡的——养鸡和赌鸡是不是有着本质的区别？有养狗的，亦有赌狗的——养狗和赌狗是不是有着本质的区别？所以我一再说，股市是不是赌场，完全在于投资者个人的态度。你若把它当成赌场，它很快就会成为你的赌场。而从赌场出来的，有几个不是在输钱之后？那些最疯狂的赌徒，基本上赌场就成了最终的坟场。

### 公平市场

另外，股民沉浸于股海，总爱戴着有色眼镜看待股市。爱它，或者恨它。其实作为股市本身，无所谓爱恨，在股市的规则之内，它对任何人都是公平的。市场给大家提供的所有的信息都是中性的，之所以有人认为这是好的、那是坏的，这是有用的、那是没用的，原因不在市场，而在我们自身。是我们根据自身的需要解读了市场。我们常看到我们爱看到的，而看不到我们不爱看到的。这种选择性的失明，常常让我们立于危险之地。一旦失足，万劫不复！心理分析大师道格拉斯一再提醒我们：市场就是一个动态的机会流程，它本身无所谓好坏，它向任何人敞开，能不能抓住那些稍纵即逝而又奔腾不息的交易机会，不在于市场，而在于交易者个人。

股市就像一条河，有时激扬浊清一泻千里，有时平稳沉静寂寂流淌。无论你对这条河有着美好的记忆，还是糟糕的印象，实在都很无关紧要。这条河还是这条河。它不会因为你的误解而发生任何变化。

### 亏损不要怪市场

不能客观地看待市场，这是你的毛病；不能公允地分析市场信息，这也是你自己的毛病。亏损不要怪市场，市场没有赚你一分钱，是那些能正确看待和分析市场的人利用市场这个平台赚了你的钱。你的输赢真的和市场无

关！还是那话，它只跟你自己有关！以后再别说股市是赌场这类蠢话！学会用正确、客观的眼光来分析和评判市场。正确地对待它，它就能成为你的朋友。

## 心理素质

以前混在股市，腾腾爸只注重经验，以为只要经验丰富，就能看透今后的市场行为，从而使自己立于不败之地。直到牛市袭来，我在持股过程中，一再出现犹豫、怀疑，甚至惊恐等恐高现象后，才逐渐明白注重交易者心理素质的培养。比如持有雅戈尔。我从2008年前后发现它，并开始持有它。当它狂跌到六七块钱的时候，我心安理得，甚至为此欢呼雀跃，感谢上苍留给我这样多建仓的时光，虽然亏损，却可以夜夜安枕。但2014年年底到2015年年初，当它一步步涨到十几块钱以后，我反而经常失眠起来。虽然它离我的最初目标还相去甚远，但那颗躁动的心却再也不能平静下来了。卖，还是不卖？我就在这个低层级的问题上不停地打转。其实这个时候，我应该扪心自问的是：值，还是不值。直到在雪球上碰到另一位资深“雅迷”——我问他：“我是不是该走了啊？”他只对我说了一句话：“雅戈尔是目前为止唯一让我安心的股票，我现在对于它，已经做到手中有股、心中无股。”看上去，有些答非所问，其实答案已在不言而喻间。后来这只股票一直上涨到了25元多，一度接近26元。可以说，在它的上涨过程中，我从鱼头吃到了鱼尾。每个人在成长的经历中都有可能碰到这样一位心理按摩师：也许他不是最棒的，但他是最能给你以教益的人。碰到这样的人，我们应该珍惜。比如我和这位朋友，当初都一样地看好雅戈尔，一样地持有雅戈尔，看似没有什么两样。但心理上的差别，让我们高下立判。两强相遇，勇者胜——实际上就是心理素质好的胜。

## 归纳与关联

以上四点，我认为是股市投资者——尤其是新入市的朋友——最应该具有的规避风险的本领。而这四者之间，是有着紧密的内在联系的：

安全是投资的前提，风险是安全的前提，而正确地看待市场又是我们认识和甄别风险的前提，最后，良好的心理素质，则是我们保持客观冷静的前提。

这四者不是平分秋色，是有先后顺序的。如果是一道选择题，每次只能选一个答案，我会先选安全意识；如果能再加一个，我会加选风险意识；如果还可选一个，那么我就会再选正确看待市场这一选项。当然，最好能够是一道多选题，那么，我最后会把心理素质这项也加进去。

一颗懵懂无知的小韭菜，成长为一颗见多识广的老韭菜，这四个答案犹如四道关卡，是我们必须一道一道予以攻克的。

它们都很重要，但对不同的人，有着不同的意义。

# 4 操作层面的投资安全

讲到这里，我们对投资安全性的探讨，还只停留在理念的层面，进入实战操作，还有很多要点需要学习和研究。

## 分散

分散是否可以有效降低风险？在相信它的人眼里，这样的常识已经可以上升到公理的地步了，公理还需要论证吗？但在反对者看来，又好像有很多反例可以举出。

### 巴氏鸡蛋论

在反对者眼中，最有说服力的，可能就是巴菲特老先生——老巴有一个著名的鸡蛋和篮子理论：找到一个篮子，把所有鸡蛋都放在这个篮子里，然后看好这个篮子。于是，一提分散，就经常有人以此为例，教训“分散论者”：人的精力是限的，与其费神劳力地找七个篮子同时看守七个篮子，不如找一个篮子，然后只看好这一个篮子。

有股神做靠山、精力理论似乎又符合常识，集中论者因此在市场中颇有市场。但很遗憾，腾腾爸在研究了巴氏“鸡蛋与菜篮子”理论的来龙去脉之后，却发现这恐怕是市场对巴氏理论最大的误解之一。

巴氏说这番话，是在伯克希尔某年的股东大会上，背景是强调股东以经营企业的理念来寻找和持有投资标的的重要性。巴氏认为，频繁地更换股东，尤其是握有一定话语权的大股东，会对企业的管理造成很多不利的影响。只有股东和管理层在经营理念上达成一致，才能同仇敌忾地形成一种合力。因此，为了管理经营的稳定，巴菲特认为拥有一批长期稳定的股东是公司经营的最理想状态。所以，很明显，巴氏的这番理论，根本的出发点，是在谈企业经营，而未必就是单纯地指向股票投资。

听其言，观其行。虽然巴氏说：“我把全部的身家都投向了伯克希尔，因此，我的投资就是集中投资。”但是我们知道，伯克希尔作为一家投资公司，所选中的标的却不仅仅是可口可乐、吉利刀片、喜诗糖果，或富国银行，而是包括上述四大著名标的在内的、据说总数也有几十个的一揽子标的。

如果按巴氏的理解，他那样的投资方式就算是集中投资的话——那么，我们可以说市场中绝大多数的投资者都是集中投资。就以腾腾爸为例吧：我

把我自己当成一家公司，我把自己所有的财产都投给了自己，然后我拿这些财产，又购买了一揽子的股票。这不正是巴氏的“集中投资”吗？

## 格氏分散论

因为巴氏有经营企业的需要，难免屁股决定脑袋——但巴氏聪明的地方在于，他只是对他的股东这样说的，而自己不是这样做的——这一点，腾腾爸还是非常理解的。只是对世人的机械教条式理解表示不屑。

相反，我们可以看看巴氏的老师格雷厄姆先生是怎样说与做的。《聪明投资者》这本书，读多了，你就能感觉到格老明线上讲的是安全边际，暗线上讲的却是分散投资。比如，对普通投资者，格老提供了一个“股债平衡”的投资建议，即在平衡市期间按各占50%的比例分别购入相应的股票和债券，当股票上涨导致收益率下降而低于债券时，把股票逐渐卖掉、将仓位向债券转移；当债券上涨导致收益率下降而低于股票时，把债券逐渐卖掉、将仓位向股票转移——这是一个多么明显的大类资产分散啊。

对于股票组合的研究，格老同样关注很多，在书中甚至对组合中股票的品类、数量、仓位等都做了深入的研究。相关的论述，可以说在书中相关章节随处可见。

## 集中分散之辩

诚然，集中投资一家发展良好的优势企业，的确可以获得良好的收益，投资界也不乏成功的先例。但是请注意，我们现在讨论的不是如何获得投资收益最大化，而是如何才能让我们的投资更为安全。争论集中好，还是分散好，两派使用的衡量标尺本身就不是统一的。集中派关注的是收益，分散派关注的是安全。

我的观点是：假若投资者承认自己只是一名普通投资者的身份定位，那么就应该把关注的焦点首先放在投资的安全性上来——在确保本金不失的情况下，再来谈收益。所以，分散的首要目的不是超额利润，而是资产的安全。当然，我们也可以换一种更吸引人的说法，叫“在确保资产安全的前提下尽量追求利润最大化”。前面的说法因为格外强调资产的安全，好像忽视对利润的追求，很多朋友可能是不喜欢的，而后一种说法更加圆滑、更加世故，在我的眼中更具市侩气，我是不喜欢的。

腾腾爸在这方面最深刻的体会是：当资产做到足够的分散时，我们几乎可以完全无视市场波动的喧嚷。投资大师彼得林奇在做基金经理时，看到自己心仪的好股票，就不停地买买买，一度把资金分散在几百只股票上，最

多时曾达到过1400只的规模。当有人问他怎么买了这么多股票时，他回答说：“没什么，我感觉这样挺好。”投资大师尚且需要通过分散投资来规避风险，更何况普通人乎？

### 分散的维度

分散可以从三个大的维度上把握和布局：

一是在不同的市场间进行分散。中国股市有中国股市的特点，美国股市有美国股市的特点，哪怕与A股已经有效贯通的港股市场，在现阶段也保持着自己一定的独特风貌。这些国家和地区社会与经济发展阶段、基础特点都有所不同，市场的发展阶段也不会完全同步，这就给我们市场间的分散操作提供了基础逻辑。

二是在不同的资产类别上进行分散。房产汽车、债券储蓄、黄金白银、股票期货……当今社会，金融爆炸，投资手段非常多。相比于今天，未来手段和渠道笃定更加多元化。我们可以借以在不同的资产类别间寻找不同的投资机会。

三是在同一组合中的不同标的间进行分散。对于股市投资者来说，就是在同一股票组合的不同股票间分散。这一点，道理上不难理解，具体操作方面，我们可以在讨论如何构建组合的时候再深入一下。

这三个维度不是各自独立割裂的，投资者应结合形势具体分析，最完美的手法是交叉综合使用。

## 组合

组合的精义是分散。集中持有一只大牛股，是投资者最浪漫的想法。比如二十年前持有万科，十年前持有茅台。拼尽全力握住一只大牛股，此生足矣。但对大多数人来说，这几乎就是妄想。我可以打赌，上帝都不知道下一个百倍千倍股到底是谁。把身家性命寄托在一股之上，对大多数普通人来说实为不智之举。身边有太多因为投资过于集中而遭遇“黑天鹅”打击的例子。比如那个著名的“扇贝游走了、扇贝又游回来了”的例子，坑杀了多少机构？散户无论是从人力、物力，还是从消息、渠道，都无法与机构抗衡。机构都无法逃脱被坑杀的命运，何况散户？而这样的“黑天鹅事件”，在A股市场还常常屡禁不绝。命悬一线的事情，我们还是少做吧。

### 避免同质化

有些股票，看似不是一家，其实就是一家。比如浦发银行和招商银行，在我看来，基本就是一家——都是银行嘛。有些股票，看似不是一家，其实还是一家。比如万科与宝钢。好像行业不同，其实都是“城镇化”同一主题。房地产不好，钢铁难免受到影响。还比如煤炭和石油。看似不同，其实大家都是一根链条上的。你不行，我也不行。组合里若全是这样的股票，我只能说，真是非常失败。所以建立组合，一定要避免同质化。行业的选择要有跳跃性。周期股与成长股要合理混搭。构建组合跟吃饭一样，荤素搭配得宜最妙。

进可攻，退可守

组合的建立也需要一种进可攻，退可守的状态。用老百姓的话说，你箱子里的东西，得有压箱底的，得有好看的，得有好用的。我的组合，也不是完美的，但在成立之初，我在股票选择上，也是有一番计算的。比如，我买了很多银行股，甚至石化股，通过多年持有、操作，持仓成本已经极低，这些股票对我来说，就属于压箱底的股票。具体来说，它们是负责稳与守的。但我同时还重仓购买了雅戈尔这类牛市弹性股。具体来说，它就是负责进与攻的。事实证明，它果然未负我望，到目前为止，在资本利得方面，它贡献了我大部分的利润。

动态管理

组合的妙处还在于它是一个动态管理的过程。这一点，与仓位管理类同。组合不是一成不变的。熊市建仓期，应该分散度大一些。牛市守仓期，应当适当集中。基本原则是把估值高的，慢慢向估值低的集中。正常的牛市，行情是轮动的。从高往低集中，才能实现利润的最大化。

量化指标

对组合需要多少板块、多少股票、各占什么仓位，历来也是众说纷纭。我的建议是，行业不要超过5个，个股不要超过10只。也就是我在网上常说的“三五个板块，六七只个股”。个股仓位不要超过25%——我再看好一只股票，单股的持仓位通常就是25%，最多不会超过40%。比如雅戈尔，从20%涨到40%我就收割一次，再涨到40%，我再收割一次。从不含糊。这样操作，不怕它涨，亦不怕它跌。牛来了，手中有股票。熊来了，手中还有现金。当然，每个人的知识和能力是不同的。我们必须得承认这一点。能力边界的大小，决定了我们组合种类的多少。这个因人而异。像上文提到的，彼得·林奇先生的股票组合中曾经数量过千。这跟他投资达人及专业机构的背景有关，但我还是建议，个人能力再大，精力也是有限的，

说来说去我们毕竟不是彼得·林奇。分散而不过度分散，这是一个中肯的建议。

### 不熟不做

组合股票的选择应拣熟悉的标的进行。上学时，老师教我们如何写文章时常说：要写我们最熟悉的人和最熟悉的事儿。当时深感俗套，现在想来，真是精妙。写文章如此，选股亦如是。经常有朋友私信我询问对个股的看法。实言相告，我只懂一点我手中持有的这几只股票。而且，还未必是真懂。每当有人给我推荐股票时，我亦同样小心翼翼予以应对。

只买自己最熟悉的股票。这是一个大原则，动摇不得。

## 仓位

经常会有朋友谈道："熊市之中，最重要的事情，是风控。风控就是风险控制。"这话是对的，也是错的。对的原因在于，熊市之中的确需要风控。错的理由是，在我眼里，风控问题无论牛熊，一样需要。不要忘了，投资的第一要义，是安全。但是对一般人而言，常常在行情好的时候，忘掉风控，只有在行情不好，亏损以至肉疼的时候，才会想起风控。提示风控是对的，但在行情不好的时候再提示风控，是不是晚了点呢？牛市中，很多朋友笑我保守。彼时撰文，我常说的一句话是：腾腾爸胆小，怕死。比如2015年股灾前，我虽然乐观，但在制定交易策略时，同样小心翼翼，充满戒心。所以彼时的保守，构成了我风险意识的全部要素。

### 风控核心

风控之中最核心的要素是什么？就是仓位管理。每个人的资本、收入、目标、能力、经历、承压，甚至个人性格都是不同的。具体到个人，仓位管理，风控手段，也不能完全相同。尤其仓位管理，这是一个非常有鲜明个人特色的东西。这样一说，是不是仓位管理就无法总结和推广了呢？也不是。一些基本的规律，我们还是可以把握的。

我们的仓位，必须是一种进可攻，退可守的状态。也就是说，必须考虑到各种可能的情况。具体地说，就是上或下的可能。如果股市上升，必须保证我们有钱赚，而且赚得还得可观。如果股市下跌，必须保证我们承担得起亏损，亏损的大小必须在我们能承受的范围。这就是我常说的，用一种最舒服的姿态来迎接市场的挑战。

我们的承受能力是可以计算出来的。你有多少钱，你有多少收入渠道，你

最近要干些什么事儿，这些东西你应该是最清楚的。举个例子，下个月结婚，你这个月拿钱来炒股，显然这是不合时宜的。

我们的仓位管理应该是一个动态的过程。说得浅白点，就是要根据行情、人气的好坏来进行仓位管理。熊了好多年，人气涣散，人们已经谈股色变，这个时候，要大胆提高仓位，比如2014年年初的腾腾爸，账户上现金只保留了5块钱！比如牛了好长时间，而且人声越来越鼎沸了，市场估值也越来越高了，这个时候我们就要尽快降低仓位。

最困难因素

仓位管理最困难的因素是我们总是试图赚尽市场所有的钱。行情高涨时不舍得降低仓位，行情不好的时候不敢保持仓位。进而追涨杀跌，反复挨市场的耳光。

这样的情况，屡见不鲜，究其原因，就是老想着站高岗，恐怕自己吃了一分钱的亏。上涨的时候，想着赚点赚点再赚点；下跌的时候，想着不亏不亏千万别亏。而事实是，顶部和底部，都是无法预测的。你既然无法预测到顶，也必然无法预测到底。正因为如此，我才反复强调，经过大涨或大跌后，轻易的满仓和轻易的空仓，都是一种不及格的心理态度。牛市中不舍得卖，与熊市中不敢于买，实质上都是想赚尽市场所有的钱，都是贪婪这同一种情绪在不同阶段的不同表现，就像《西游记》中少女、老婆婆和老翁的真身都是白骨精。聪明的投资者应该做的事情就是通过分散与仓位管理的方法，克服掉这种毫无远见卓识的贪婪情绪，这可能是迈向逆向投资的第一步，也是成功投资的第一步。

对于仓位管理，当然也有一些具体的指标。在下一节中，我会重点谈谈三套解决方案的问题。这里暂且略过。

## 计划

我翻了翻书本，也看了看雪球，谈仓位、组合的很多，但谈操作计划的，几乎没有。可能大家认为，计划是多变的，不是有一句话吗，叫计划不如变化快。既然如此，计划还有什么意义？很遗憾，这真是一个误导。操作计划的重要性，绝对不容忽视。

综合性

操作计划是一个综合性的事物。它既是仓位和组合的综合，又是远期和近期、长期和短期的综合，还是事前判断和事中应对的综合，更是宏图与步

骤、思想与行动、说白了是道与技的结合。因此，操作计划的制订才能真正体现一个人的整体股市操作水平。

计划不是预测。事实一再证明，市场是不可预测的，但可以站在现有条件下进行合理的分析和判断。这种分析和判断不是臆测，而是有着投资者科学的投资交易体系做支撑，包含着科学性。计划就是在这种分析和判断的基础上，对未来进行正、反两方面的权衡后进行的资产配置方案。格外强调一点：好的操作计划一定是尽量考虑到各种因素，尤其是可能超预料的、坏的那一方面因素。

具体化

操作计划是一个整体操作策略与思路的具体化。以我自己为例，我有多少资产，需要干什么（或者认为有哪些事情是应该干的），怎样分配，都有一个整体的规划。

2015年7月初，我曾在雪球上发帖为自己的投资做整体规划：

“经过反复思考，我决定对我目前的家庭资产做出如下一番变动与分配：

1.从股市中抽出一部分利润，购买地方政府公开发行的地方债：年收益率10%，三年期。

2.从股市中再抽出一部分利润，购买一点黄金、白银（包括购买部分中行的纸白银、纸黄金）：我感觉现在贵金属价格较低，已经进入了价投区域，尤其是白银，价格畸低，故而愿意拿出一点资本，做长期投资用。心底设定的投资期限5年以上，5年之内卖出的唯一理由，短期暴涨2倍以上。没有暴涨，就没有买卖。最长投资时限愿意放长至20年以上。用老话讲：愿意把这部分当成压箱底的钱。

3.再从股市抽出部分利润，作为生养二胎的备用之资：包括孕期保养、医疗，产后保养、看护、教育、家政等一切开销费用，目前物价水平下，可够五年支配。

4.继续加强股票账户仓位控制，保留账户内资产，60%—70%的股票，30%—40%的现金，始终保持进可攻，退可守的状态。”

这张帖子是7月初发表的，但在5月份已经开始执行了。比如我的“拔鲜花种毒草”行动开始于6月初，只是后来的股灾加快了我的执行步伐而已。回过头来，大家再看一看这个思路，基本上涵盖了工作、生活与投资的方方面面。可以说是我此后数年都需要坚守的总体投资思路。这是一份关于分

散投资的计划，现在看来，堪称经典。因为后来发生的事实一再证明，它是指导我成功逃避掉股灾的总体纲要。非我自夸，相关操作，全程直播于雪球。后来虽然根据形势变化，亦对该计划部分条款有所更改，但总体纲要被完整地执行了。这是我投资成功的基础。

分层次

操作计划是一个系统的有层次的体系。

每个投资者都应有一个整体的操作计划，但每个操作计划下面，应当还有细分。比如整体的与局部的、短期的与长期的。可以不是很精准，但至少得有一个大概的轮廓。2015年股灾中，在大盘二次探底至3500点左右时，我马上制订出了下一步的操作计划——虽然我对市场行情长期看好，坚信调整虽然困难但终将过去，但是对可能的超预期困难，我必须有充分的思想准备，于是，我在当年7月28日这天，制定了严格的仓位控制计划，并以《我的仓位控制计划》为名发表于雪球主页——这张帖子的后半部，完全就是我对于未来困难情况下的完整而具体的操作计划。对于我的整体操作计划，这份计划处于从属的地位。但二者一脉相承，有分有合，构成了一个有层次的体系。它们的存在，让我有了归属感，碰到再坏的情况，也不慌乱。所以完善的操作计划，能够很好地稳定交易者心理。这是非常非常重要的一点。

动态管理

操作计划也是一个动态的管理体系。不同的时段，操作的重点应是有所不同的。这一点，想必不需要多说。以前行情好时，腾腾爸的操作策略可用“做多防空”四个字概括。行情不好时，腾腾爸的操作策略又改成了“做空求多”。但即便同一个策略，在不同的点位侧重点也有所不同。比如“做多防空”这个策略，2015年年中，在4000点前我重在做多，4000点后则重在防空。后来行情转势，大盘指数滑落，我即执行“做空求多”之策：4500点，重在做空，但3000点之后，却转变到求多上来。当时，我即提出一个口号：3000点之下，越跌越买。当然，越跌越买也不是指可以乱买。基于当时严重失衡的二元市场结构，我的建议是要勇于把子弹打向市场最低估处。2016年年初，港股跌破2万点，我又喊出“20000点之下不买港股，犹如当年2000点不买A股”。后来的股市走势也完全验证了我的观点。

好的操作计划不是一成不变的，它应该随着形势的变化而变化。需要强调的是，变化的是计划，不变的是制订计划的原则和逻辑。这一点，常常让线性思维者百思不得其解。

容错体系

操作计划也应是一个容错的体系。当初我的“做多防空”策略，让我即使看错大盘，也依然保证能成功避险。后来的“做空求多”策略，还能让我即便看错大盘，也依然确保不死——我的目标就是要在股市到达底部时，股权能比行情启动之初至少上升1倍。这样，行情一旦再度启动，我将再次享受到本利共滚的超额收益。相关机理，不难理解。

## 纪律

仓位的管理、组合的构建、计划的执行，都有赖于操作纪律的保证。但是很遗憾，大多数人既不会仓位的管理，更不会组合的构建，也不会制订自己的操作计划，好不容易跟人学了点，到了执行阶段，又往往犹豫不决，或随意更改，孟浪冒进。操作纪律就是数字中的0，缀上它，扩大10倍，乘上它，马上清零。

操作纪律的背后，是交易者心理。这是一门大学问。道格拉斯为此整整写了一本书，名字就叫《交易心理分析》。我们以后也许还会抽时间探讨一下相关的话题。这里需要说明的是，良好而严格的操作纪律，也就是成熟的交易心理的养成，需要长期的自觉培养和锻炼。

对于操作纪律，我们谁都不要自诩。在投资的漫漫苦旅中，我们还是慢慢领悟和体会吧。

# 5　仓位管理的三套解决方案

在上一节谈到对于仓位的基本认识时，我曾指出仓位管理也应有一些具体的数量指标，这样作为普通投资者，才能有的放矢地进行学习和操作。这就涉及了仓位管理的一个具体问题，即不同的投资者，到底应该进行怎样的仓位管理操作呢？

我这里有三套解决方案，供大家参考。

## 第一套方案

### “三要三不原则”

所谓“三要三不”，就是投资者在做股票投资时，一定要留下孩子的奶粉钱，一定要留下老婆的化妆费，一定要留下老人的医药费，千万不要卖房炒股，千万不要辞职炒股，千万不要借钱炒股。

“三要”的精髓是：余钱投资。“三不”的精髓是：理性投资。因为投资结果不能百分之百确定成功，所以我们的投资活动一定要预留空间。

为了让“三要三不原则”更具可操作性，我还对仓位管理提出了一个比较具体的量化标准，即：拿出不超过你积蓄的四分之一，最多不超过三分之一的部分进行投资。

### 小白必备

这套方案，显然是为初入股市的、纯粹的投资小白准备的。为什么建议投资小白留下那么大的投资余地——积蓄的四分之三或三分之二呢？主要基于以下几点考虑：

一是投资小白初涉股市，多为股市财富效应吸引。也就是说，股市不涨，小白不买股票；股市涨得不多，小白也不会买股票。等到他看到身边的人都买了，赚了好多钱再买，行情大多已到中后期。所以牛市中我经常唠叨这样几句话：你来晚了，这回牛市你注定赚不了钱的，你注定赔钱亏损的命，如果不是想来玩的，这次你就是来学习的，交点学费是应该的，所以好好学习，记住下次牛市才是你大展身手的时候。

二是投资小白初涉股市，投资知识一穷二白，哪怕他入市的时机在因缘巧合下处于股市最低点，恐怕也很难在未来的牛市行情中赚到多少金银财

宝。不懂股市是什么，不知道股票的评价标准是什么，亦没有多少操作技巧，“一分钟满仓一分钟空仓”可能就是他的操作常态。行情好时赚不多，行情差时亏不少。钱不知道是怎么挣来的，所以也经常在稀里糊涂中失去。

三是投资小白初涉股市，最容易发生的是交易心态与持仓心理的扭曲。没有脑子，没有知识，没有经验。赚的时候扬扬得意，以为是自己的本事；亏的时候跺脚骂娘，以为是天下人都在坑自己。这样的心态，是失衡的心态，是癫狂的心态，是覆亡的心态。“手有余粮，心中不慌”。所以，我建议给他留足过冬的钱粮。

四是投资小白初涉股市，很多人难免有被收割、淘汰的命运，但更多的人一定会留在这个市场中，在磨难中聪明和成长起来。这部分人，既需要东山再起的勇气，更需要东山再起的资本。所谓“一分钱难倒英雄汉”，若有丰厚的家底在手，重新出发再整山河的底气就会足很多。

理性的建议

可以说，正是因为看透了大部分投资小白初涉股市的投资宿命，所以我告诫，甚至恨不得飞身阻拦他们不计后果、前赴后继的疯狂投火行为，才会在做仓位建议时，给他们设计了一条可以重新出发和上路的方案。

四分之一或三分之一的妙处在于：在行情不好、大幅套牢或亏损之后，或者在股市经验大幅增长、成熟之后，你还有足够的余钱进行加仓、补进。

莫说新手，就是老手，在困难时期，有余粮与没余粮，心理感受也是完全不一样的。不同心态下做出的投资决策，效果自然天差地别。

## 第二套方案

乘九法则

乘九法则的具体内容，包含以下两个层次：

第一个层次是针对不同年龄段投资者，对股票与现金的仓位比例做了界定和标准。具体方法是：20岁的人，以二乘九，得十八，也就是说，可以留存下总资产的18%的现金，其余82%可以进行股市投资；30岁的人，以三乘九，得二十七，也就是说，可以留存下总资产的27%的现金，其余73%可以进行股市投资，以此类推，90岁的人，以九乘九，得八十一，也就是说，应该留下总资产的81%的现金，其余19%进行股市投资；到了

100岁嘛，那最好全部资产都是现金，而不应再作股票投资了。

第二个层次是针对不同的沪市大盘点位，对投资者股票与现金的仓位比例做了界定和标准。具体方法是：大盘3000点时，以三乘九，得二十七，即账户内应留存27%的现金、73%的股票；大盘4000点时，以四乘九，得三十六，即账户内应留存36%的现金、64%的股票，以此类推，在大盘9000点时，以九乘九，得八十一，即账户内应留存81%的现金、19%的股票；待到大盘到达10000点后，就应清空全部股票，账户内只留现金。

我们以前常说：不同的人、不同的年龄段、不同的风险承受能力、不同的市场状况，仓位控制当然会有所不同。乘九法则，就是对这番说法的细化。

这里应该着重强调一下，乘九法则的第一个层次的内容，具有长久性，未来五十年、一百年，也许都会有一定的参考性。而第二个层次的内容，则是针对最近十余年A股大盘的走势、以沪市大盘点位为参照做的一个中短期的标准和参照。因为我们有信心认为，未来的沪市大盘早晚有一天会站稳在10000点上方运行的。到那时，这一层次的乘九法则，请自动作废。

适用对象

也许有朋友会说："三要三不原则"在很多方面是跟乘九法则相冲突的呀，比如"三要三不原则"告诫我们投入股票的钱最多不要超过积蓄的三分之一，而依据你的乘九法则，20岁的时候，你投入股票的钱却可以占据你总资产的82%！一则比例冲突，前者三分之一，后者82%；二则基数不同，前者的基数是积蓄，后者的基数是总资产。两相对比，前者比例极低，后者比例又似乎极高。有此疑问的朋友，恭喜——您已经开始学会独立思考了，这是入门的前奏。但这个冲突很好解释："三要三不原则"针对的主要是初涉股市的投资小白，而乘九法则针对则是所有的人：乘九法则是基础，所有的人都应该去遵守，但考虑到小白的四点特殊性，我们可以对乘九法则进行更为苛刻的执行。

换言之，对股市什么都不懂的人，应该按照"三要三不原则"进行操作，而经历过"三要三不原则"洗礼的人，在股市中有一定经验和能力的人，应该按照乘九法则操作。

不同的人，承受能力不同，交易目的不同，心态和能力也完全不同，所以体现于仓位管理上，这是一个很复杂，很难一两句话就能说得清的问题。而乘九法则，恰巧可以化繁为简，把复杂的事情简单化——考虑到几乎所有的投资者都需要在交易纪律方面有所修习，所以乘九法则在加强仓位控制的同时，也能锻炼朋友们交易纪律的养成。

## 第三套方案

### 心安原则

行情不好时，经常有朋友问我：“腾腾爸啊，我仓位很重，睡不着觉呀，怎么办？”我答：“减！”朋友问：“我减了，可还是睡不着觉啊？”我答：“再减！”朋友问：“那我得减到什么时候啊”我答：“减到你能睡得着觉的时候。”很多朋友以为我是在开玩笑的。其实，我还真是认真的。

这就是我提供的仓位管理的第三套解决方案：以睡得着觉为最高标准，也即心安原则。

股票投资，千方百计，唯心不动。

怎么理解这句话？你可以有一千种、一万种投资赚钱的方法，但只有一样东西不可颠覆和触动——那就是你平和安详的内心。市场可以失衡——甚至可以说，聪明的投资者从不惧怕市场的失衡，反会欢迎这种来自市场的失衡，因为找到失衡，基本就意味着找到了赚钱的方法——但内心不可以失衡。若内心失衡——也即精神错乱——则投资八成要出事故。市场失衡，平和的心可以去作冷静的判断。心若失衡，如何正确判断？

对于投资小白来说，在任何环境下，把仓位降低到能让自己心安的地步，都是正确的。哪怕你减完仓后股价又飙涨上去了，也算不上错误。因为这只意味着你少挣了钱而已。

但是对于投资高手、老手来说，心安则有另外一层含意。

“三要三不法则”是小白的菜，乘九法则是有一定投资经验人的菜，它们的提出，归根结底都是建立在对投资者投资能力不信任的基础上的。而心安原则，则更多的是对投资老手的要求。实际上是对前两套方案条条杠杠的完全释放：如果你有足够的经验，有正确的投资方法，有足够厚实的抗击打能力，有自己独特而坚定的投资判断，你完全可以忽视仓位对你的限制——只要你心安理得并能在这种心安理得中长久地生存下去并获得足够的盈利即可。

### 进阶之道

试问，巴菲特有仓位控制吗？有的——不然他如何在众人惶惶时有钱抄底呢？试问，巴菲特会遵守“三要三不法则”或乘九法则吗？笑话——投资大师从来都是遵守规则而不遵守标准的，世上所有的标准都是为菜鸟准备

的，大师凭空翱翔，靠的仅仅是规律而已。

格雷厄姆提出“股债平衡”方案，同时明确地告诉我们，这是基于普通人的人性而准备的。所以我们常常看到：怎么某某投资大师的投资手法跟《聪明投资者》上说的不太一样呢？呵呵，能一样吗？前者针对的是普通投资者，后边你谈论的那位本身就是投资大师。对前者提出的是标准，后者利用的是规律。就像批量生产的工艺品和独一无二的艺术品的区别，拿这两者进行对比，滑天下之大稽。

从“三要三不法则”，到乘九法则，再到心安原则，这是一个韭菜从投资小白到普通投资者，最终再到投资高手的进阶修炼之道。所以，我提出的三套仓位管理方案，既是方案，更是路径。认识到这一点，重新回顾和理解我有关仓位的论述来，才会更有意思。

# 6　关于杠杆的认识和思考

## 杠杆再认识

讲到这里，我们已经无法避免杠杆的话题。格雷厄姆曾说：一切加杠杆的行为都是投机行为。这番告诫，对我影响极深。在很长的一段时间里，我对杠杆的认识，就停留在格老的告诫中。在股票投资方面，我从未使用过严格意义上的杠杆。但是随着阅历的增长，我对杠杆的看法逐渐发生了一些变化。

生活中，加杠杆的现象到处都是。买房子，无论公积金贷款、商业贷款，还是转向亲朋好友的无息借款，实质都是加杠杆。做生意的朋友，也需要各种方式的融资。尤其是充斥在我们身边的、深刻改变我们生活的、形形色色的大公司、大企业，仔细分析一下它们的成长经历，可以说没有融资就没有扩张，没有扩张就没有今天的国内、国际地位。而这些融资行为，就是赤裸裸的加杠杆行为。

穿过这些表象，我们发现上述提到的这些加杠杆行为，都存在着普遍成功的先例。二十年来，国内通过加杠杆买房子的朋友，几乎没有一个失败的。那些最终成长为大公司的小公司，也都是杠杆投资的佼佼者。在股票投资中，通过杠杆而提高收益率的朋友，也比比皆是，这已经不能用一个简单的“幸存者偏差”来否定了。最近我读杨天南先生《一个投资家的二十年》这本书，发现杨先生八年六倍的投资成绩背后，杠杆是一个很大的支撑因素。其实再细究一下，我们可以很轻易地发现，原来世人敬重的股神巴菲特先生，在投资生涯中也在不停地使用杠杆。他的伯克希尔公司，首先是一家保险公司，其次才是一家投资公司。保险业务可以为它带来源源不断的浮存金，这就让股神在市场危机期间有了更多的腾挪空间。对于浮存金的使用，其实质就是一种加杠杆操作。

由此可见，杠杆这种工具，本身并无好坏，好像股市本身并无好坏、其实质只是一种交易平台一样，关于杠杆所谓的好与坏，决定于使用者及其使用的方法，与杠杆本身并无关系。

认识到这一点，我意识到作为投资者，首先不是排斥杠杆，而是应该好好地研究一下杠杆成功与失败所体现出的一些规律性的东西，从而选择和决定你是否适合使用杠杆以及适合使用什么样的、多大的杠杆。

## 使用条件分析

既然杠杆本身并无好坏之分，那么我们思考和研究的方向就有三个：一是什么样的钱可以使用？二是什么样的环境可以使用？三是什么样的人可以使用？

对于杠杆动用的资金，我认为要求至少有两个：

一是使用的资金成本必须足够低。至少你投资的流动性收益能够覆盖掉你的资金使用成本。比如巴菲特使用的浮存金，就是成本极低的资金。考虑到股市投资的特殊性，我认为股市中对杠杆资金的要求是，至少股息这方面就能覆盖掉你的资金成本。

二是杠杆下动用的资金使用期限应该足够长。这一点要求，也是考虑到股市的波动性这一特点做出的。股市和楼市及其他实体生意最大的不同是，股市具有一个实时的报价机制，股票的价值可能是在缓慢中变化的，但股价却在随时地发生着变化，甚至在停盘的时候，也在人们的意念中随着市场消息和人们情绪的变化而不停地变化。这就决定了杠杆下的资金必须具有穿越短期波动的时限性要求。考虑到中国股市往往三五年才能走完一轮牛熊周期，我给出的时间期限是，你杠杆运用的资金必须至少能连续使用五年时间。

对于杠杆使用的环境，我认为要求至少也有两个：

一是在市场底部。

二是在市场开始向好的时候。

市场的底部往往很难判断，市场何时会向好也往往很难把握，但对于经验丰富的投资高手而言，一些大致的底部和大致的趋向，还是可以在总体方向上判断和把握的。比如2010年之后，市场一直徘徊在2000点（沪市），持续时间长达三四年之久，这种极端时间越长，我们就可认为加杠杆成功的概率越大。事实上，腾腾爸很多的股友，在这个区间，尤其是在后期，加大了杠杆的使用，在随后到来的牛市行情中，成倍地放大了收益。而我则错失了良机。

当然，需要说明的是，势可得，而不可造，尤其股市之势，只可利用，不可臆测。普通投资者，哪怕巴菲特这样的巨手大擘，也不过沧海一粟。顺势而为，借力使力，才是正道。所以杠杆的使用，对外观环境的要求相当苛刻——只有在极端的环境下使用，才能最大限度地保证成功率。

对于使用杠杆的人来说，要求也应该严格一些：

一是必须有至少十年以上的股市投资经历。

二是必须有一套适合自己的成熟的投资交易体系。

三是必须在过去的投资经历中实证自己可以稳定地盈利。

## 研究结论

杠杆就是个工具，对的人、对的环境、的使用方法，能够为投资者带来超额的收益。通过上述分析，我们发现，目前这个市场上能有资格使用的人、能符合条件使用的市场环境、能让人放心使用的杠杆资金，实际上都是非常少的。这就意味着，市场上绝大多数的普通投资者，是没有资格、不配也不能使用杠杆的。这个研究结论，和我一贯的主张并无冲突。当然，对于过去的观点和主张，又绝对是一种深化。我的意思是：杠杆不是不能用，但不是谁都能用，不是什么时候都能用，也不是什么钱都能用。

还是那句话，研究好杠杆，然后再研究好自己，最后再决定你适合不适合使用。做生意的人，有成功的，也有失败的。排除掉少数的幸存者偏差，成功者一定是适应了形势、利用了规律，失败者则一定是违逆了形势、背叛了规律。

# 7　投资与投机的相互转化

## 原理分析

研究投资和研究投资安全的人，一定不能忽视一个通常被人忽视的规律，即：投资与投机是可以相互转化的。

我们以前常说，投资就是一场概率游戏，同样一种行为，当成功的概率高时，这种行为就是投资，而当成功的概率低时，这种行为可能就是投机。我以前把股市投资分成三个阶段，即低估的投资阶段（低估阶段）、合理的投机阶段（均衡阶段）以及疯狂的投机阶段（失衡阶段），其实就是根据概率的变化曲线作出的划分。这个划分，很好地展示了投资与投机的转化过程。最后股市所达到的疯狂的投机阶段，实际上就是一种赌博的状态。也就是市场中所谓的“博傻”阶段。

赌博也要考虑两个因素：胜率，筹码。胜率大的，筹码也大；胜率小的，筹码也小。只有遵守了这条规则，赌博的赢面才会加大。所以，要想做一个成功的赌徒，也必须主动或暗合科学道理的。

我在这里想要表达的是，哪怕赌博，如果胜率越来越大，接近甚至达到100%的时候，那么赌博将不再是赌博，而是逐渐转化成投机，以至彻底转化成投资。

## 策略运用

有一个显著的例子，2015年股灾发生后，证监会改变了IPO“打新股”规则，规定打新时不再冻结资金，而是根据打新者持有的股票市值先予配股抽签，待中签后再补交现款。在这种规则下，我发现我处在了一种“不打白不打”的境地。

首先打新不再事先缴款、冻结资金，无所谓资金成本；其次一旦中签，根据目前炒小炒新风气，标的往往就是十几个连板，也没有什么机会成本；最后，我拥有的市值是我原本就看好的投资标的，并非为打新而配置，这跟那些为打新而配置股票的朋友需要计算和衡量“配置成本与打新收益比”的朋友大为不同。也就是说，在当时市场环境下，打新没有任何成本，而一旦中签，参与者就会稳赚不赔。搞清个中道理后，2016年我坚持分摊市值、多账户打新的策略，一年时间即中十几签，获利丰厚。

雪球上，有关注我的朋友，质疑这是一种投机行为，并批评我的这种行为

间接助长了市场炒小炒新的恶风，与我一贯标榜的投资大道相悖。我看了番言论，实在是忍不住发笑。我的行为是经过计算的，如果有一天，中的新股也会发生上市即破发的风险，我肯定会对我的行为进行重新的思考和安排。

格雷厄姆说："只要有足够的安全边际，一个看似不好的标的也可能成就一项很好的投资。"这话听起来有些拗口，所以我说了一段更为直白的话：哪怕是狗屎，只要价格足够便宜，也是有投资价值的。

对于投资者来说，市场是用来投资的，不是用来投机的。但市场中的投机行为不会以你我的意志改变而改变，它将永远存在。而更有意思的是，附加的外在条件一旦改变，投机就有可能转化为投资。

已经参透其中奥秘的投资者，在这些变化前不会袖手旁观。

# 第四章
# 寻找好企业：学会让钱生钱

每到周五晚上，腾腾就会跟我撒娇：“爸爸，明天早上我想喝鸡汤、吃油饼。”所以每个周六的早上，6点不到，我就起床，驱车十分钟，从小县城最南部，赶到小县城最北部。起这么早，跑这么远，不为别的，就为给儿子买一碗姜家鸡汤——起早点，不用排队，油饼可以放了量地买。

每次购买的科目，雷打不动：3碗鸡汤，5张饼，20块钱的带皮狗肉。鸡汤10块钱一碗，油饼5块钱一张，加上狗肉，75元。

75元看上去不多，但要在其他小摊上，可以吃两顿。

某日去得早，又是老主顾，腾腾爸和店主老姜头做了一番简单的攀谈——问“今天人这么少啊？”答：“你来得早，再过十分钟，这里就挤满了人。”问：“一天能卖多少碗鸡汤？”答：“少则500碗，最多1000碗。”问：“能卖多少张饼？”答：“一般地讲，一碗汤，两张饼。”问：“狗肉呢？”答：“每天卖大约2000块钱的狗肉。”

乖乖！这样的生意哪儿找去？

别看我们这儿煤炭贩子大小无数，个个牛皮烘烘，其实在我心中，姜家鸡汤才是小城最好的生意。

# 1　姜家鸡汤

## 基本情况

二十年前，初到小城工作，到单位报到的第二天，就有同事带我到这家小店吃早餐。

门面很小，招牌油腻腻的，很不起眼。店内虽然整洁、干净，但算不上多好的装修。店主是一对夫妻，雇了一个五六十岁的老妈子，扎着一条油渍斑驳的围裙，来回穿梭。

就是这样一家看上去再普通不过的早点铺，很快让我产生了依赖感。鸡汤肥而不腻，油饼香脆酥薄，卷上狗肉，撒上一两颗花椒，一口下去，半天飘香。

自从跟着同事吃了第一次，第二天一早，鬼使神差地我就又去了。从此之后，我就成了这家早餐铺的老主顾。时间久了，对小店了解得也越来越多。店确实不大，如上所述，主雇相加，只有三人，经营的内容也非常单一，鸡汤、油饼、狗肉，外加一点免费赠送的海带丝、老咸菜。

起初，三人的分工是这样的：男的负责鸡汤，女的负责油饼和狗肉，老妈子打杂。但因为顾客太多，无论是端鸡汤的窗口，还是卖油饼的窗口，常常排起长龙。等得心焦的顾客挨在窗口，汤好自己端，饼好自己拿。老妈子站在店中央，催还没吃完的客人快点吃，催跑后，赶紧收拾碗筷，招待正端着鸡汤四处找座位的新顾客。

店主夫妻有一对儿子，年龄相差不大，当时也就两三岁的模样。没人管，没人问，就在店里到处乱跑乱窜。只有当妈的，忙碌的间隙，偶尔抬头喊：大宝呢？小宝呢？喊到孩子，看一眼，再喊一句：在店里玩，别往街上跑。我算是一边喝着鸡汤，一边看这俩孩子渐渐长大的。五六岁，七八岁，十一二岁，十三四岁。上学之后，常听那位善煎油饼的女人冲她俩儿子喊："你们不好好上学，将来只好跟你老子一样开小店喽！"

不想，一语成谶，某年某月某日再去小店，发现长大成人的兄弟俩，已成小店主角。老姜头还是负责鸡汤，大孩子负责油饼，小孩子负责狗肉，老姜头的太太，也就是当年那位喜欢一边煎饼一边大嗓门教育孩子的女主人，现在成了老妈子——站在店里，催客人走、安排客人坐，抹桌子、拖地，同时兼职收银。当年的老妈子，已不知去向。有时候问起，老姜头会半开玩笑半认真地回答："老了老了。"或者："死了、死了。"

## 经济分析

很多人看不起小商小贩，以为小打小闹，难成大器。事实果真如此吗？让我们用数据说话：

假设姜家鸡汤店，每天卖汤500碗、卖饼1000张、狗肉只卖2000块钱，利润率40%。鸡汤、饼和狗肉，这串数字，我都是按照老姜头透露的数字的最下限设定的。利润率设在40%，也是一个很保守的数字，因为我刚才也透露了，同样的东西，在别的早餐铺上，能买两份——既然别的店铺以便宜一半的价格尚可盈利，那么它以比别人贵一半的价格经营，利润率设在40%应该是一个中肯的数字吧？

那么，我们看看这家小店一天的收入是多少钱吧？一碗汤10块钱，净挣4块钱，一天500碗，就挣2000元；一张饼5块钱，净挣2块钱，一天1000张，也挣2000元；一天2000多块钱的狗肉，为方便计算起见，就挣500元吧。那么一天就是4500元，一月按30天计，一月就是13．5万元，一年就是162万元。

一家四口人，人均年薪40万元。小县城，职工平均年薪4万元左右。老姜头这家人，个个以一抵十。

有些人还瞧不起小商贩，多么可笑！

# 2　好企业的标准

什么是好的企业？什么样的企业股票才值得我们拥有？一家小小的鸡汤油饼店，给我们提供了很多珍贵的启示。

## 护城河三要素

好的企业，得有品牌、有技术、有垄断，只有这样，才能形成深而宽的价值护城河。

那么，什么是护城河呢？我的理解很简单：你能做的，我也能做；我能做的，你却不能做。这样的企业才是好企业。这样的对象才值得投资。

### 品牌

能形成护城河的品牌，得众人皆知，众人认可。

想消费某件商品，首先想到的是你，这就是众人皆知。众人皆知的品牌会形成一种无形的商誉，而商誉就是企业的一种资产，虽然很多时候无法体现在企业的资产负债表里，但它确确实实地存在着，并源源不断地为企业创造着价值。

但同时，众人皆知的品牌还不一定就是必然的好品牌，因为它还需要得到众人的认可。

帕特·多尔西在《巴菲特的护城河》一书中告诉我们，只有那些能为商品带来溢价的品牌才是好品牌，才能为企业构筑出真正的护城河。比如姜家鸡汤，光众人皆知不行，更重要的是众人认可。因为众人认可，它才能以高于小城其他早餐店的价格售卖鸡汤和油饼。也就是说，它的品牌是能为它带来商品溢价的。

只有这样，品牌才有黏性，才有意义。

### 技术

这里的技术，不是指高科技，而是指企业的核心，生产产品的拿手好戏。

为什么同是空调，格力的空调叫格力，海尔的空调叫海尔？用惯格力空调的人，不用看牌子，听听空调吹出的风声，就知道这是格力而不是海尔；

用惯海尔空调的人，久而久之，也具有了同样的特异功能——原因何在？原因就是二者各有各的拿手绝活，拿手绝活的不同，哪怕是细微的差别，造成了产品最终的差异化。

就拿姜家鸡汤来说，虽然招牌看上去油腻腻的，非常不起眼，却有着非比寻常的价值。它在这座小城深耕细作几十年，我就是二十年前在老姜头还是一个身强力壮的青壮年时节，成为他家汤店的老主顾的。而据我所知，比我大几十岁的老者，也在很年轻的时候，就成为这家汤店的老主顾了。也就是说，在老姜头之前，姜家鸡汤就已经在小城存在了。它在小城如此深入人心，以至于我家腾儿，能在周末喝上一碗鸡汤，就是一种很好的享受了。

这块深入人心的招牌，就是姜家发财致富、价值连城的商誉之所在。有了这招牌、有了这商誉，姜家何愁不发财。

而招牌何来、商誉何来？除了长期的深耕细作，最重要、最核心的东西，就在它熬鸡汤、煎油饼的独家技术上：一样的汤，它熬得就是比别家好喝；一样的饼，它煎得就是比别人家香。仿佛金光罩体，小店在竞争激烈、往往靠薄利多销才能生存的早餐铺子中脱颖而出。

垄断

姜家鸡汤靠着独一无二的品牌和商誉，逐渐产生了好企业通常具有的经营垄断性。

投资者不要诅咒垄断，不要妖魔化垄断，好的企业通常都是有垄断性的。因为只有垄断才能产生超额利润。正因为姜家鸡汤的垄断性，它才能做到别人做不到的事：

一是价格贵。贵多少？至少一倍。不仅贵，你想买，还会有很多限制。比如，去晚了，买油饼的数量就得受限制。想喝鸡汤，得自己到窗口上端送。所谓店“大”欺客，是之谓也。

二是销量多。从早上五六点钟，一直卖到下午两三点钟。别忘了哦，这是早餐铺。其间人来人往，从不停顿。翻台率之高，令人咋舌。老姜头对自己的鸡汤、油饼、狗肉，都是有限额的。用他的话说，卖到第二天早上，还是这样。

一家小小的鸡汤店，真是让我们受益匪浅、回味无穷：好的企业必然有护城河，护城河越宽越深越广，企业的价值越大，我们才能越放心。

## 国计民生与永续发展

好的企业，必然关系着国计民生，能够永续发展。

### 民以食为天

为什么巴菲特买了可口可乐公司的股票，而且买了就不曾再卖过，进行雷打不动的长期持有？为什么世界的、中国的价值投资理念拥趸，都不约而同地将投资的眼光齐齐瞄向大消费行业，尤其是食品饮料行业？原因就在于斯。世界大战可以一次、两次地打，随着科技的进步、时代的发展，汽车、手机、冰箱、空调这类大件科技品也需要一件一件地消耗，但这个世界无论再怎么变化、再怎么进步，有一些基本的规则是不会改变的。比如，我们得吃饭睡觉、出行、游玩。

强调民以食品为天，并不是让大家专往嘴巴的方向上去思考和寻找好企业，而是提示大家，在有关衣、食、住、行、娱、乐、玩等人类生活的细处，往往能酝酿和生产出优秀的企业。正如好的行业必须关系国计民生一样，好的企业当然也应该从这个角度去寻找。

### 简单经营

好的企业，经营模式不必过于复杂，而盈利模式一定得能无限循环往复。

再看看姜家鸡汤。它的经营模式就非常简单，简单得以至于让很多高大上人士不值一哂。以前它是一对夫妻加一个老妈子，现在它是一对年老的夫妻，加一对年轻的兄弟。熬好汤，盛好汤；煎好饼，盛好饼；撕好狗肉，盛好狗肉——这样的企业结构、这样的经营模式，简单完美到了无以复加的地步。更重要的是，它的这种盈利模式能够像永动机那样，循环往复，以至永远。老姜头能传给小姜头，小姜头能再传给小小姜头，小小姜头能再传给小小小姜头……在可预见的未来，只要他们家愿意，他们就能把这个生意永远地做下去。

经营模式简单的企业，往往财报也简练、干净，数据逻辑清晰、易懂，甚至投资小白也能看得懂。投资这样的企业，我们不用花费过多精力去分析和排除财务造假的问题。

### 平民路线

尤其需要强调和表扬的是，姜家鸡汤在小城开店几十年来，走的一直是平民路线。它虽然也抬价，但抬价还没有抬到离谱的地步。它不会一碗鸡汤

卖到两千块钱。然后只给达官贵人享用。它的店永远那么小，永远那么不干不净，永远进出着贩夫走卒。也不是排斥达官贵人——达官贵人也能来吃，但同样也得排队等候。也就是说，它走的，始终是大众消费的路线。这跟那些生产高档商品的所谓高端企业有了本质上的不同。这也是在中央八项规定、抑制公款吃喝后，它依然故我，没有受到任何影响的原因所在。而且说实话，八项规定出台后，上大饭店的少了，上它这儿的人反而更多了。

总之，在人类存续期间能够永续存在的行业就是好行业，在人类存续期间能够永续存在的企业就是好企业。尤为重要的是，能最大限度地为全体大众服务的企业，才是真的好企业。好企业从来都是平民企业。而且好企业的经营模式从来就不复杂。而这样的企业（行业）都有一个共同的特点：始终与人类的生存生活息息相关。

## 轻资产大回报

好的企业，必然利润丰厚，轻资产大回报。

稳定与成长

有些企业，十块钱只能当一块钱用；有的企业，一块钱却可以当十块钱用。前者如钢铁行业，后者如食品饮料行业。重资产的行业，看起来资产很多、很大，但企业一旦倒闭，那些傻大笨粗的资产很可能一文不值。比如炼钢厂的高炉，建一座得几亿、十几亿，申报企业财产时，也是几亿、十几亿地报，一旦企业倒闭，拆起来，只能卖点废钢烂铁。而轻资产行业却大不相同，投入虽少，赚起钱来却毫不含糊。像五粮液、贵州茅台、烟台张裕。当然，还有像蒙牛、伊利、光明。还比如，我们本章的主角——姜家鸡汤。这家店，最大最长的一笔投资，应该是房租，然后还有什么呢？也就一点柴米油盐吧。以这家汤店的经营现状，一年的房租，一个月内可以回本，而其他投入呢，几乎都是当天即可回本。唉！忍不住再感叹一句：“这样的生意，真是让人叹为观止。”

某派认为：买股票就是买企业的未来，因此企业的成长性才是投资者最应重点关注的地方。至于企业的历史、现状，反而是次要的。猛一听，的确如此。昨天挣的钱，那是昨天挣的；明天能挣钱，才是真本事。其实，辨识企业的未来需要非常高超的商业洞察力，对普通投资者来说，这是非常困难的事情，所以对我们而言，企业的稳定经营、永续发展，才是最重要的事情。

好的企业，就像姜家鸡汤。它日复一日、年复一年，进而代复一代地稳定

地生产着、经营着，它似乎从来没有实现质的飞跃，也从来没有实现量的扩张。但它却养活了一代又一代的姜家新人，同时一代又一代地服务着小城人民。

好的企业，就应该这样。

隐性与显性

很多人对所谓成长性的认识，陷入了一种片面，认为营业额的增长才是增长，利润的增长才是增长。比如一家企业，今年挣1亿，明年挣10亿，这才叫增长，这才叫成长，这样才有未来。其实，这都是一些显性的增长。显性的增长固然重要，但还有一种隐性的增长更为重要。还是以姜家鸡汤为例，这些年，看似没有变化——还是那家店，还是那块招牌，还是那样几个人，还是那样几件简单的产品。但是绝大多数人没有看到，随着时间的增长，小店的顾客群更加稳定，老主顾越来越多，招牌日久、商誉日重，也就是说，它的护城河越来越深。这些无形的价值隐藏在显性的外表之下，让姜家鸡汤的经营方式更稳健、方向更明确，利润率也更高，这也能让它不惧通货膨胀（事实上姜家的鸡汤价格从来都是紧跟着物价的上升而不断地上升），也让它不惧八项规定而成功穿越牛熊。

所以，企业最大的未来，绝对不是那种显性的利润增长，而是更为重要的隐性增长：稳定的经营模式、稳定的盈利模式、宽广的护城河，以及永续发展的不死鸟身份，这才是最大的未来，真正的未来！

这又让我想到了当前让一众股市投资者争执不断的大烂臭——银行股。最近几年，国外媒体、机构唱空做空中国的银行，理由形形色色。国内一些机构和个人，也“夫唱妇随”，唱空做空中国的银行业。但是左看右看，我们发现，中国的银行业就像是放大了无数倍的姜家鸡汤。它一百年前存在，一百年后依然存在。以我的观察和判断，互联网金融的出现不仅不会颠覆它，通过学习与融汇，反而会促进和提升它。在偏见中，银行看似没有了增长的空间，但现实中，它永续发展的盈利模式、0盈利水平，却如山岳般沉静而镇定地告诉世人：我才是真正的万业之母、中华基础。有我在，中华大地将永续繁荣！

我不相信，一个国家强大了，金融业会不强大；金融业强大了，银行反而会垮了。

# 3　好企业最重要的标准：稳定盈利

分析和研究姜家鸡汤，我们能得出一个很重要的结论：好的企业，只要有稳定的盈利模式，并且能够长期复制并永续发展就好，不必非得有所谓的高速的成长性。这一点，就像阿甘的奔跑，只要方向正确，一天一天地跑下去，不疾而速，最终能达到常人所不能达到的成就。有些企业，哪怕是不再高速成长，甚至是不再成长，只要能保持目前的高收益，永续发展，也是完全值得投资的。

这番观点，可能与市场上很多主流的观点略有不同。

更重要的未来

股市投资者中流传着一句俗话，叫：买股票就是买企业的未来。这句话本身是没有错的，关键是如何理解“未来”二字。大多数人认为，所谓未来，就是成长——有成长，就叫有未来；没有成长，就叫没有未来。我赞成这种观点的前半部分，同时反对后半部分。因为这部分观点很容易被普通投资者理解成：凡是不具备成长性的企业都是没有投资价值的。

事实上不是这样的。还是以姜家鸡汤为例，它几十年如一日就那几个人、两间小店，从规模上看有无增长？显然没有，但它是否一家优秀的企业？通过上述分析，显然是，虽然它的规模非常袖珍。那么问题出在哪儿呢？就出在我们对成长的偏执上了。成长固然不错，但稳定经营、永续存在同样不错。这就像评价一个人，长得好看不好吗？但这能否定聪明的好处吗？对一个人的认识，我们既欢迎他有好的相貌，又欢迎他有好的智商。但对一家企业的评判标准，却常常陷入非此既彼的偏执困境中。此乃错事、憾事。理性的投资者不会这样干。

也许有朋友会说：腾腾爸，你举的姜家鸡汤不过是一家个体户，上市企业有这样的吗？没有高增长，却仍然不失为一家出色的企业？

实际上，不仅姜家鸡汤，这样的企业在我们的市场中是大量存在的，只是你不愿发现和承认而已。举个耳熟能详的例子——双汇发展。这家企业经过前期的高速发展后，近年受制于发展空间，增长速度明显降低和平稳下来了。但是我们可以看到，每年它依然保持着慷慨与可观的分红，长期投资于它的朋友依然获利匪浅。在可见的将来，我们依然认为，以适当的价格购买这家企业的股票还是一桩不错的投资。同样的例子，还有贵州茅台。以我的分析，受制于茅台产量的增长空间，这家企业未来的外延性成长空间也是非常有限的，在成长前景上我们可能得放弃过高的奢望。但这

依然不能否定这家企业的优秀。在可见的将来，它将依然源源不断地为股东创造利润和价值。再拿目前在市场上颇受冷落的银行股，只要亏损和倒闭的猜测被证伪，只要保持稳定的经营，它们就能在存续期间源源不断地为我们提供股息和分红。

一句话总结：成长是未来，稳定经营、永续存在也是未来——在类似腾腾爸这样保守的投资者看来，可能后者是一种更加重要的未来。

稳定第一

写到这里，我们不得不再插一番旁议——略有投资知识的朋友，应当知道PEG这个概念，这是一个衡量企业成长性的指标。熟悉我的朋友都知道，对这个指标，我是不太感冒的。比如姜家鸡汤这样的企业，它的成长率接近于0，个别年份甚至可能会是负数，在PEG的测算中，处于分母端的地位，岂不意味着这个指标会倾向于无穷大吗？按照专家们对于PEG这一指标的经典性理解，那就意味着这家企业毫无投资价值。事实上，像姜家鸡汤、双汇发展、贵州茅台这样的企业，是可遇而不可求的典范企业的代表。只要市场给我们呈现出了好的价格，就应当抓住机遇，大胆进行投资。

另外，在分析和研究姜家鸡汤这类稳定经营的企业时，我们还进一步提出显性增长和隐性增长的概念。之所以提出和强调这两个概念，是因为对于普通投资者而言它们具有很重要的现实意义：多年以来，市场不仅对成长过热追求，而且对成长的含义理解得也有严重的偏差。大多数人把成长简单地看成了利润、增速、ROE等简单的几项指标。但诸如品牌、商誉、客户群之类的隐性价值被忽视。过分关注显性的增长而忽略隐性的增长，可能跟我们国家过去三十年突飞猛进的外延式增长及尚未健全的诚信体系建设等宏观要素有关。但是未来三十年，这种情况肯定是会发生改变的。

在过去的经济发展体系中，投资、外贸和消费被并称为“三驾马车”，随着经济的升级换代，新的经济发展体系会渐成雏形，升级后的消费将与服务和高科技形成支撑国家经济发展的“新三驾马车”。不用花费太多的脑力我们就能明白：品牌、商誉、技术以及知识产权保护这些软性的价值将会变得多么重要。

关注和追求隐性价值的成长，一定会渐成主流。外延式的显性的增长依然重要，但极有可能会退居次席。作为投资者，我们应当敏锐地看到和利用这种趋势。希望这番话，不会让朋友们理解成：腾腾爸只重视稳定，而不重视成长。相反，腾腾爸既重视成长，也重视稳定。如果二者只能选其一，我只好忍痛割爱，先选择稳定。别忘了，我的自我身份定位是普通投

资者，在判断稳定与预测成长间，我更擅长前者，而非后者。这是我忍痛割爱的前提和基础。

成长之困

朋友们可能还会有疑惑：像姜家鸡汤这样的好企业为什么就不能在成长性上体现出来呢？道理很简单：任何一家企业，受困于某一方面因素的限制，都有增长的天花板，在到达天花板后，只好以“维持现状”的方式存在。比如姜家鸡汤，它既受困于主营人员的学识，又受困于受众口味的区域性限制——姜家人世代学历不高，他们也曾试图到其他城市开设分店，但最终的结果都是铩羽而归。所以这种现状最终决定了，“企业”每年的盈利只有用来家庭的消费和积蓄，而不能用来再投资。类似的困扰也见于双汇发展：2015年度的利润，97%被用来分红。这当然与股东结构有关，恐怕更重要的一点，还是企业已经没有更大的外延式增长空间。在找到新的增长空间之前，它只能这样处置利润了。这是现实的选择。因为地域、高粱和水源的限制，贵州茅台的产量也是有限制的，这就决定了茅台酒不能想生产多少就生产多少，即使在价格上还有上升的空间，但显然单只酒水的价格也不可能无极限增长，这就意味着早晚有一天，茅台也会走上姜家鸡汤的老路。但正如上文所述，不再增长，并不意味着企业便没有了未来。稳定经营、永续发展、能源源不断地为我们带来股利和现金流的企业，都是好企业。

# 4　怎样寻找好企业

作为普通投资者，面对几千家红红绿绿的企业股票，我们又该怎样进行筛选和抉择呢？

## 投资的层次

在《投资大白话》一书中，我介绍过我的三个层次的“投资交易体系”，第一层“投资投的是国运”，第二层“投资投的是行业”，第三层“投资投的是企业”。从标题上就能看出来，这是一套自上而下的选股思路。

关于国运的论述，坊间也好，学界也罢，对此争议和论述极多，相关著述汗牛充栋。对于自己国家的未来，我是充满着乐观精神的。我认为真正的投资者，不仅要相信自己国家未来前途是美好的，而且还要为实现这份美好躬亲奋斗。真正的投资者也同时应该是爱国者。这方面话题无须多说，我相信生活在这个国家的大多数人都是爱国者，所以下面仅从行业和企业两个层面，对我的选股思路做一下介绍：

## 行业的选择

### 形势比人强

俗话说：男怕入错行，女怕嫁错郎。八十年代，卖茶叶蛋的老太太发财；九十年代，乡镇企业家发财；零零年代，盖楼的和煤炭贩子发财。我们为什么发财？不是因为我们聪明，而是因为我们幸运地被时代的潮流卷入。八十年代出不了柳传志，只能引发下海潮；九十年代出不了阿里巴巴，只能引发下岗潮；零零年代开始，好了，买地的、盖楼的、开互联网的，全行了，但卖茶叶蛋的呢？干个体户的呢？难道二十年前这些人聪明，二十年后这些人就变笨了吗？人还是那些人，只是形势变了——形势比人强。

所以我非常赞成以下观点：企业家固然重要，但行业更为重要——只有在选择对的行业之后，企业家的作用才会充分发挥出来。因此，我们投资，要投行业。

### 行业标准

那么，哪些行业值得我们投资呢？

一是这个行业必须是能长期发展，甚至得能永续存在的行业。行业寿命短暂的不行。比如高科技行业，我不否认这个行业总会冷不丁地冲出几只超级大牛股，但对普通投资者而言，更需要注意的问题是，这个行业更新换代太快。这类行业中的企业发展快，死得也快。你把钱投到这里，赚不知道怎么赚的，赔也不知道怎么赔的。赚的时候眼花缭乱，赔的时候一文不值。这样的行业不适合稳健型的投资者。

二是这个行业必须得有一定护城河的行业。不能谁想进来就进来。就像卖茶叶蛋这个行业，虽符合第一条，能永远存在，但茶叶蛋的从业门槛太低，谁都能煮意味着谁都能卖。这样的行业，最好别碰。

三是必须得和人民生活息息相关的行业。也就是说，最好是一种生存所必须依赖的东西。只有不停地消费，才会有不停地生产。

四是必须经过充分竞争的行业。也就是说，得有一点垄断性质才好。这样才有定价权。

五是必须是利润收入较为稳定的行业。你预期它将长期存在并能稳定地给你以利润分红，这样的行业不就是放心奶牛吗？

六是在满足以上五点的基础上，如果还能看到稳定的成长，那就更好了。我不追捧高成长概念，但并不意味着我排斥高成长。如果在稳定盈利的基础上再有一点成长性，那不是锦上添花了吗？

七是在当前社保基金刚开始入市、国际资金还没有完全放开端口的大背景下，我再加一条，行业的盘子一定要足够大。盘子不大，流动性不好，你让几万亿、几十万亿的资金去爆炒小盘股，给几个小基金公司抬轿？不可否认，这些年中国股市一直有炒次新股的恶风，盘子大、估值低的大盘蓝筹不受市场待见，所以素有“大烂臭”之称。但我认为，随着A股国际化步伐的加快，这种风气一定会逐步改变。随着未来机构力量的进一步发展壮大，投资者结构也会慢慢与国际接轨，流动性将会是投资者不得不考虑的问题。经历过2015年股灾的朋友对当时千股跌停的场景可能会永生难忘。彼时最能保持流动性的，反而是以前市场最不受欢迎的超大蓝筹股。

综上，不炒概念、不炒题材、不炒高科技、不炒黑天鹅，更不炒十年薄利、二十年不分红的行业。这是我总结出来的行业选择标准。

在符合上述种种标准的前提下，我们才能进入更微观的企业选择程序。

## 企业的选择

我选择股票的标准，非常简单，低市盈、低市净、轻资产、高股息（分红），外加一条，适当的净资产收益率。

低市盈率与低市净率

前者是股价除以每股利润，后者是股价除以每股净资产，两者各有侧重，但合在一起，共同反映的是股票的廉价程度。数值越低，股价越低，买得越合算。数值越高，股价越高，卖得越合算。

寻找低PE和低PB非常简单，打开同花顺，翻到股票池，在PE、PB项上一点鼠标右键就行。第一下，如果是从高往低排的话，第二下就会变成从低往高排（小学文化就能操作）。但是仅仅用软件和F10就能做好投资的话，那投资也太简单了。因为软件和F10提供给我们的答案，有时候是错的。这就是面对低市盈率和低市净率时，我们需要注意防范的一个陷阱。比如说，一家企业，为了做低市盈率，有一个很简单的办法，它突然卖一点企业的资产。而卖掉的这笔资产，是会计入当期损益的。这样，利润突然大增，市盈率便会突然下降。这样就低市盈率了。比如说，想做低市净率，也非常简单，企业里有一栋楼，通过低价卖掉再转手高价买回等财务操作手段，固定资产总量实际上是没有发生变化的。但同样一栋楼，去年估价10万，今年估价100万，每股净资产马上大涨，低市净率也自然形成。避免这个陷阱也不难。你追寻一只股票，一定要翻看翻看它历史上的市盈率、市净率水平。遇到突然上升或下降的情形，多长个心眼，看看财报，弄清楚这种变化到底是来自于业务经营上的变化，还是来自于这种一次性损益的变化。如果自己看不懂，也没事，到网上，到相应的股吧里，绝对会有人给你提供现成的答案。

现在，很多人对这两项指标不屑一顾。一位投资界大佬就曾说：“现在我选择股票是不看PE或PB的，因为对于成长股来说，PE和PB的极限在天空。”当年，就是在这套理论的忽悠下，创业板的整体市盈率一度冲到170余倍，市净率也竟然达到惊人的一二十倍，个股上几千倍的市盈率、几百倍的市净率也堂而皇之地生成与存在。很多人把后来发生的大股灾归咎于管理层的去杠杆措施，我个人认为，这是浅见拙识。深层次的、根本性的原因，是泡沫太大了，是高市盈率、高市净率最终杀死了这些高位神话。

对于市盈率，投资大师彼得·林奇有过很多精彩的论述，我摘抄如下，供朋友们思考：

（1）既然周围有这么多低市盈率的股票，为什么还会有人买高市盈率的股票呢？这是因为他们想在伐木场的工人中间找到未来的著名影星哈里森·福特。

（2）一些专门寻找便宜货的投资者认为不管什么股票只要它的市盈率低就应该买下来，但是这种投资策略对我来说没有什么意义。我们不应该拿苹果与橘子相比。

（3）拘泥于市盈率固然很傻，但是完全不理不睬市盈率也不应该。

（4）即使关于市盈率你什么都记不住的话，你也一定要牢记一点：千万不要买入市盈率特别高的股票。只要坚决不购买市盈率特别高的股票，就会让你避免巨大的痛苦与巨大的投资亏损。

（5）除了极少数例外情况，特别高的市盈率是股价上涨的障碍，正如特别重的马鞍是赛马奔跑的障碍一样。

（6）股票市场整体的市盈率水平对于判断市场整体上是被高估或是低估是一个很好的风向标。

（7）利率水平对市盈率水平有着很大的影响，这是由于在利率较低时，债券的投资吸引力降低，投资者愿意在购买股票时支付更高的价格。

（8）除了利率之外，在牛市市场中形成的令人难以置信的乐观情绪能够把市盈率哄抬到一个令人匪夷所思的水平。

看完大师的观点，我想起了对于嘲笑市盈率的观点、网络上某位颇具辩才的网友的一个有趣而睿智的回答：如果看市盈率就能炒股的话，那连小学生都能炒股了，但是如果炒股不看市盈率的话，那连小学生都不如了。

一笑之后，腾腾爸的感受：如果是想判断个股值不值得买的话，一定一定要记住彼得·林奇的第（4）、第（5）句话；如果是想判断市场接下来会走牛或走熊的话，一定一定要记住彼得·林奇说的第（6）句话。

市盈率和市净率有着某种内在的关联性。对于市盈率的观点，也代表着我们对于市净率的观点。在此不再赘述。

很多话，道理很简单，动动脑子我们自己就能琢磨明白。但是一面对市场，面对诱惑与金钱，很多人智力水平立即下降三个档次——这是一个有趣的现象，认识和理解并学会运用这一现象获利，这也是投资者成长的需要——这就是不得不有劳大师一遍又一遍为我们重复某些基本常识的根本原因。

对于这一点，我认为不是大师聪明，而是因为我们笨。

高股息率与高分红率

首先声明，我非常注重和在意股息率和分红率这两项指标。企业什么都能吹，就是分红不能吹。因为，分红需要的是实实在在的真金白银。在这里，奇思妙想和口水没有一点儿用。尤其是那些连续多年高分红的企业，更是让人信任、敬佩，更应该吸引投资者的目光。比如说雅戈尔，当年就是靠着分红吸引我的注意的。

但是很可惜，人们通常喜欢挤在泡沫里幻想，而不屑于思考类似的现实问题。有一种观点，分红后一是得缴税，二是股价上得除权，实际上是拿自己的钱陪着税务局玩儿。真是大错特错啊。再以雅戈尔为例。当年我六七块钱买，持有五年，每年每股分红五毛钱，成本很快降到了三四块钱。除权、税收，让我产生长期损失了吗？很多人就是投机、短视，大处不算小处算。其实除权之后股价更有吸引力了，或早或晚到来的填权行情会给我们以丰厚的回报。至于税收，和频繁买卖股票交给券商的手续费相比，根本不值一提！另则，长期持有，红利税的税率还可享受国家折扣，所费有限。当然，分红，也不要光看一次，要看历史，结合行业、企业发展趋势，注意一下未来能否实现稳定经营。

分红的重要性在于，万一大市行情不好，股价不妙，但最少每年丰厚的分红还可以为我们带来源源不断的流动性。前几年，因为格外看好雅戈尔，我所有的股票分红，都是什么时候到账，什么时候就去购入。碰到好票，我毫不犹豫，不愿意多耽误一分钟时间。这让今天的我，得意非常。

谈到分红，不能不谈一下高送转。国人非常喜欢高送转。但高送转是个什么东东呢？说白了，高送转就是一个数字游戏。当然，对一些高价股来说，高送转能降低股价，让股票看上去更便宜一些，从而提高流动性，也就是很多人爱谈的股性。但是没有业绩支撑的股票，股性是虚妄的，短期是涨上去了，早晚还是会跌下来的。所以整来整去，还是个数字游戏。但在中国，这竟然整出了个高送转概念。每到高送转时节，看到一些莫名其妙的高送转，以及山呼海啸的高送转粉丝，我就在心底默默地念叨一句：一小帮坏蛋引来了一大窝笨蛋！纯粹的高送转概念，在我看来只具投机价值，不具投资价值。因为投机而获得利润的朋友很容易在金钱的迷惑下丧失对投机危险性的警惕。谨慎的投资者，对此应保持高度的警惕。

关于股息率和分红率以及它们相对于股价的意义、对我们投资取舍方面的影响等一系列问题，我们会在未来讨论股票的估值、股市投资的进入和退出机制时再作详细分析。

轻资产

所谓轻资产，就是不用投入太多的钱就能经营，也就是说，用最少的钱，

挣最多的利润。比如白酒行业。在低迷期利润率依然可以高达百分之六七十，像茅台、五粮液这些高端龙头企业在正常的年份可以轻松达到百分之八九十！天下还有这样好的事情吗？但是茅台和五粮液之流就做到了。而且因为它们百年、千年老店的招牌，一生产出来就成为独一无二的抢手货。虽然八项规定横空出台，坏了它们的一些“好事”，但只是强迫它们改变经营方向而已。话说回来，没有八项规定，它们早晚也得调转船头。这是规律，晚改变，不如早改变。我翻了翻，阿腾同志小学课本上李白吟酒诵诗的句子都还在。这就行了。未来若干年，红酒虽有可能获得长足的发展，挤压白酒的生长空间，但可以确定的是，白酒会依然存在，甚至是继续横行。也许会损失一些虾兵蟹将，比如小的酒企不会被兼并，或是死掉，但这也是无法挽回的趋势。当然，任何好的企业，一旦被炒高了，脱离了基本面的支撑，都会形成泡沫。我们在投资时一定要谨记“好资产好价格”六字真经。

适当的净资产收益率（**ROE**）

从理论上讲，净资产收益率这个指标越高越好，因为越高意味着企业单位净资产赚钱的能力越强，也就是增值的能力越大，在股价不变的情况下，净资产增厚意味着市净率的降低，对投资者的吸引力也就越大。但是行业与企业的发展周期决定了净资产收益率不可能永远保持超高速增长。以股神巴菲特掌管的伯克希尔为例，长期维持在20%的年复合增长率已是奇迹。所以从拉长的周期上看，再好的行业与企业，整体增长速度最终都会归于平庸，与市场整体水平持平。所以我们不必渴求在其他各项指标都符合要求的情况下，企业还能长期保持超高的净资产收益率——在现实世界，这也几乎是不可能的事情。在兼顾各方指标的同时，ROE适当即可。

另外，在谈到ROE这一指标时，很多朋友容易把名义ROE与实际ROE混淆，从而造成投资价值计算上的失策。所谓名义ROE是指企业财报上公布的那个数字。但这个ROE是企业的，不是作为二级市场参与者的投资者的。什么意思呢？比如一家企业财报上告诉我们某年度这家企业的ROE是20%，看上去很高，是吗？不过，这个数字，只是意味着对于企业来说，100块钱的净资产每年有20块的盈利能力——对于投资者来说，投入100块钱却未必会有20块钱的盈利能力。

为什么这样呢？这就得看市净率水平了。打个比方说，我们买入这家企业股票的时候市净率是2，那么这就意味着，我们是以相对净资产2倍的溢价买入。也就是说，我们虽然花了100块钱，但是只买了那家企业50块钱的净资产，而这家企业50块钱的净资产只有10块钱的盈利能力。换句话说，我们实际投资了100块钱，但实际盈利能力只有10块钱，对我们投资买股票的这100块钱来说，ROE只有10%。这个10%，就是我们投资资本的实

际ROE。通过上述分析，我们可以轻易得出实际ROE与名义ROE的关系式为：

**实际ROE = 名义ROE/PB**

也就是说，作为二级市场上的股市投资者，其投入资本的净资产收益率等于企业净资产收益率与购买股票时的市净率相除所得到的商。这就意味着当企业的净资产收益率固定时，我们购买股票时PB值越小，则投资资本的增值能力就越大。很多朋友通常混淆实际与名义的区别，以为财报上公布的ROE高，就意味着企业股票的投资价值必然高，事实上，这是很不可靠的一件事。

从上述实际ROE与名义POE的关系式进一步推导，我们可以得出，名义ROE与PB的商，恰好是市盈率PE的倒数。推导过程如下：

**实际ROE＝名义ROE/PB＝（每股利润/每股净资产）/（每股股价/每股净资产）＝1/PE**

这个推导式，为我们完整地表述了PE、PB、ROE三者间的内在联系。所以这三个指标不是孤立存在的。其中一个变化，必然带动另两个指标的变化。因此，我们说，对各指标的选择与取舍，是一个综合衡量的过程。不必执着于其中一个指标大做文章。

选择的系统性

介绍到这里，必须格外说明一下，上述指标是一套完整的系统，使用起来需要综合考量，切忌盲人摸象。各个指标之间，是需要互相制约、综合平衡的。PE、PB、ROE以及股息率、分红率这几个指标，不能只取其一，拿出其中一个指标说事。也就是说，我并不是单纯的只看低PE或低PB，也并不是只注重高股息率。只有这几个数字都符合要求，标的才会进入我的视线，而后再辅以对企业经营模式、管理水平等财报所无法体现的方面进行一些必要的跟踪和分析，才有可能被我选为最终的投资标的。

常常有朋友问："腾腾爸，根据你的这套系统，可能会漏掉一些高成长性企业吧？的确，一些优秀的成长型企业，在建立初期，市盈率、市净率可能都会高得吓人，因为发展的需要，又常常长期没有股息和分红，但后来的事实证明，它逐渐长大成材，给投资者带来了丰厚的回报——按照我的这套交易系统，的确很容易把这样的优秀好企业漏掉。我要提醒的是，世上影星虽多，但与芸芸众生相比，毕竟还是少数，绝大多数人终将归于平庸，在平凡中度过一生。我们最好还是牢记彼得·林奇的那句话：不要老想着"在伐木场的工人中间找到未来的著名影星哈里森·福特"。不能否认伐木

场的工人有成为福特的可能——但投资者要做的，是寻找到最大的概率，然后善加利用为自己盈利。这就是投资属性中的“确定性”。

寻找“能成长为大公司的小公司”很难，不仅需要高超的商业洞察力，我认为很多时候还得需要超绝常人的好运气——这二者又往往很难凑到一块。所以，基于我们“普通投资者”的身份定位，我还是建议朋友们选择一条相对更容易的道路。

只要能赚钱的标的，就都是好标的——既然没有能力选择那样的超级好股，那就静下心来，选择你能看得懂、把握得住的股票，这未尝不是聪明的做法。在低估但看起来并不时髦的股票里翻拣投资的机会，的确显得有些呆头呆脑，但只要能在这种低风险环境下获得稳定的收益，那又何妨呢？

# 5　拥抱好企业

人人都想在伐木场工人中间寻找到未来的哈里森·福特，但哈里森·福特是那样的稀少，这就让“寻找到未来能成长为大企业的小企业”这句话成为一个典型的套套理论。中彩票的确可以让人暴富，但这样的机会可遇而不可求。

对于普通投资者来说，更现实的追求，是找到姜家鸡汤这样能稳定经营、长期存在、持续给我们带来现金流（股息与分红）的标的。

这样的企业，在我们目前的A股市场大量地存在。如果您稍加注意、认真寻找，还是很容易找到的。

找到你的姜家鸡汤，买入它，然后长期持有它。这样就能让你的投资看起来更从容一些。

第一，找到好企业；

第二，找到好的价格适时买入；

第三，长期持有。

大多数的成功投资，都不可避免地遵守这三点规则。

# 第五章
# 病房里的财富故事：简单实用与持之以恒

经常有朋友问我："理财和投资到底是简单还是复杂？"这个问题本身和投资一样，看似简单，回答起来，又很复杂，但真要说它复杂吧，好像又有点儿故弄玄虚。理财和投资毕竟是生活中人人都需要面对的事情。所以，我们还是从一个真实的案例讲起吧。

# 1　病房里的故事

## 病房偶遇

2016年春节后，我太太在体检时发现了一点问题，身上有块囊肿，不辨良恶。忐忑间，从县医院转到了市立人民医院。从全面的体检，到手术，再到后期的康复，前后二十余天。我在病房陪护期间，一有空闲，即捧书而读。阅读内容既有法律、哲学方面的，也有经济、文学方面的，所以给人造成了一种错觉，以为我必是学富五车的大学教授之类的人物。后来周围人听说我的职业，都非常讶异。原来在他们心中，警察就是粗人而已。

与太太同一房间的病友，是一位大姐，四十余岁，两年前身体发现过肿瘤，割掉，没想到两年后复发。用她自己的话说，是“二进宫”了。据我观察，此人心胸极为开阔，住院期间有说有笑，能吃能喝，除了手术后的两三天需要家人照顾，其余时间多是自己一人打理细务。

有一天，见我在手机上翻看财经类文章，她突然问我：“你是不是在炒股啊？”

我答：“是。”

她明显眼光一亮，声调高涨起来：“现在行情怎么样啊？”

彼时行情惨淡，正是坊间所谓“股灾3.0”后期，大盘已从最低处2600多点反弹，尚在2800多点的位置挣扎。但我认为此时很多优质股票已经被严重错杀，无论从中长期的投资角度看，还是从短期的投机角度看，价值都已凸显。所以，我就把我的观点直言相告。在谈论间，还把我依据的逻辑与思考，略作分析。

没想到我很简单的一番谈话，竟引起了她更大的兴趣，大半个上午，她滔滔不绝地向我和太太讲述了她投资理财的故事。

## 孔姐的经历

下面的这段话，是我根据这位病友的陈述综合整理的：

“我娘家姓孔，夫家姓任，我们工作和生活的小城，就在你们邻县。但我们县的经济发展水平明显比你们那儿低了一大截，工资水平也比你们稍差一些。我在水利部门工作，每月收入3000多元，丈夫在汽车站开车，每月

收入4000元上下，两个孩子，都已经上大学了，生活负担按理说还是很重的，如果光靠这点工资，我们会生活得很紧巴。好在我们有两套房子，一套是我们从单位里摊的，二十五年前买的，现在已经公房改革办理了房产证；另一套是老家拆迁，政府补偿了三套，父母给了我们一套，这套房也在城区，因为是新的，面积也大，所以我们现在住新房租旧房，包含掉空租时间，平均下来每月能得到800多元的租金。也就是说我们一家，每月毛收入能有8000元。去掉生活开销，每个月能余4000元，每年勉强能存下5万元积蓄。当然，前些年收入也少，但因为两个孩子都是男孩，将来开销大，所以多年来养成了节俭的习惯。反正有钱就尽量存起来。时间一久，反而感觉压力不是那么大了。一方面是因为长期省吃俭用有了一定的积蓄，更重要的是，我们通过买卖基金的方式，让积蓄得到了较大幅度的增长。

我是从2004年或2005年（具体年份记不清了）开始购买基金的。当时我也不知道基金是什么玩意儿，办公室里的同事有买的，也劝我买。我当时想反正钱存在银行利息也不多。我在网上看到一篇文章，说是存银行得到的利息，还跑不过物价的上涨。所以我就拿了几万块钱购买了一些（经询问得知，系偏股型基金）。买的时候，沪市大盘才1000多点，过了几年一看，大盘都5000多点了，我买的基金翻了好几倍了，当初的几万块，涨到快二十万了。这笔钱对我们家来说，太重要了。要是靠省吃俭用，以当时的收入状况，二十年也未必能积蓄这么多。所以我知足了，先后分三次，把基金全卖了。一半存银行定存，一半买了银行理财产品。当时的银行理财产品收益也很高，利息比定存高好几倍。但这个东西对我来说，也不太懂，我怕有风险，所以没敢全买，只买了一半。后来股灾就来了，大盘从最高时的6000多点，才一年时间，又一气跌到一两千点。当时破了2000点的时候，我就又开始买基金了，买的品种还是以前让我赚钱的品种。当时我给自己定的规矩，大盘跌50点，我就加买一万，跌到1600多点的时候，我把理财产品就又全部换成基金了。

其实，在跌破2000点之后，按我的想法的话，是应该买更多的基金的，但丈夫坚决反对。他说咱挣这点钱，非常不容易，是运气好的原因，万一再赔进去，就全完了。用他的话说，千万别“竹篮打水一场空”。当时网上也有很多专家说大盘还可能再往下跌，甚至还有说要跌到1000点的，所以我也害怕了，把当时赚的钱，只买了一半就不敢再加买了。

这一次的操作，运气也非常好。因为只用了一年多，大盘又上涨到3000多点，我一看，天哪，我买的基金又涨了一倍。这个时候，我开始比较认真地学习和研究与股市有关的知识了。我知道了一个很重要的概念，就是市盈率。因为不懂股票，我本人学历不高，看那些研究股票的文章也看不懂，但我看懂了一篇文章，知道了股市“整体市盈率”这个概念。终于明白

了一个道理，同样的点位，不同的时间，可能市盈率是不一样的。比如说前两年大盘3000点的时候，可能整体市盈率是40倍，这两年又回到3000点，可能整体市盈率就只有30倍了，为什么呢？因为这几年国家经济在发展，这些上市的企业盈利的能力也增长了很多，所以同样的点位，市盈率就变小了。弄明白这个道理，我感觉自己一下子强大了很多（笑），因为以前买卖基金，只盯着大盘指数看，实际上因为企业盈利能力的增长，大盘指数的底部是不断地往上抬升的，所以想让大盘点位再完全回到以前是很难的。再做买卖决定的时候，就不能只看指数点位这一项指标，我还得看更重要的整体市盈率这个指标。指数低，市盈率也低——最少得等到整体市盈率接近或低过15倍之后——当这两个指标都低的时候，就应该买了，越低越得买，不应害怕。然后到卖的时候呢，除了点位、市盈率，我还给自己加了个盈利指标，就是当涨幅过了一半的时候，我就得慢慢地卖了。

2010年的时候，我发现我买的基金又翻了一倍，一算整体市盈率，也三四十倍了，而且我发现，我办公室里的那些人，经过股灾都不敢炒股买基金了。我就想，这跟两年前的牛市情景是完全不一样的，当时大盘越涨，市场情绪越高，人人都怕赶不上车的样子，排队开户，排队买基金。现在指数都翻一倍了，我办公室的人反而没有动静了。我就琢磨，没人接力，大盘怎么上涨呢？再说，短短一年时间，我又赚了一倍，所以还是卖吧。所以我又分三次把基金全部卖掉，又去买了银行理财。

我这次的判断，又算是比较准确吧，大盘最高时到过3400，然后又开始下跌了。在跌到2400多点的时候，我算了下整体市盈率，又很便宜了，所以我不顾丈夫的反对，又开始买了。还是跌50点，我就加买一万。这次熊市太长了，一跌跌了好几年。后来我在网上看到，大盘的整体市盈率只有十倍了，虽然点位只有2000点，但整体市盈率已经创下历史新低了，所以我就卖光了所有的理财产品，全部买了基金，而且我还把定存的钱也大部分移了过来，只留下5万块钱当现金使用——我对丈夫说，这个点位买基金，只要坚持住，肯定能赚大钱，这5万块钱加上我们平时的工资，足够我们家未来几年的正常生活开支。前两年我得病，手术、住院，花掉了几万块，我们的工资、房租收入，基本上全花完了，实际上也还没有花完这5万块钱。结果，我们就等来了牛市。

去年4月份，我们买的基金比2000点的时候，又翻了一倍。我就给丈夫说，该卖了。我丈夫说，网上的人又说了，大盘还得涨。但我考虑着，不能太贪心了，是时候卖了。一是大盘已经翻了一倍多了，都4000多点了；二是大盘的整体市盈率也翻了一倍，尤其是神板，都150多倍了，这太夸张了吧；三是我们的利润已经翻番了，应该卖了。那时候钱看起来也很多了，我半夜里老是睡不好，想一下子全卖掉。但是我丈夫坚决不让我卖。

吵来吵去，我还是卖掉了一半。4000多点卖的，卖完之后大盘就涨到了5000点。我丈夫埋怨我，你看看你看看，卖早了吧，我早说大盘还得涨。然后就是股灾。我一看不好，在大盘又回到4000多点的时候，一下子全清空了，这叫落袋为安。好在我态度坚决，所以这一次行情，我们的收益跟低点比起来，还是翻了一番还稍多一些的。”

解疑释惑

在我和孔姐攀谈的过程中，我逐渐意识到她的投资理财经历极有可能是一个很好的分析案例，所以我就有意识地顺着她的思路进行了一些必要的挖掘和引导。在她大概地叙述完自己这十多年的投资经历之后，我又问了她如下几个问题：

第一个问题：“听你讲你这些年的投资无疑是非常成功的，你感觉你成功的经验是什么？”

她答：“我也算不上多成功，因为我买的是基金，不是股票，我听说买股票的，几年挣十倍，甚至一年挣十倍的，有很多。但我从来没有这样的经历。我赚的，都是一些指数上的钱。我就是在熊市的时候，人人都不谈股票了，开始买，然后在牛市的时候，人人都争着抢着买的时候，开始卖。从底部到高位，基本上和大盘是同步上升的，在这个上升的阶段，我的盈利只是和大盘同步而已。我总体上之所以能赚到钱，是因为我能及时清仓、保存住胜利果实吧。”

我接着问她：“但是你每次都能成功啊，你认为这是你的运气吗？”

她沉思了一下，然后答：“说没有运气吧，可能不现实，因为我们国家的股市暴涨暴跌很严重的，但是每次暴跌后，总是能从底部再涨上来的，或早或晚而已。这跟外国的股市有很大的不同。我听说日本股市一跌一二十年，过去的高点，就再也没有涨上来过。所以在咱们国家炒股还是很幸运的。但你要是说完全靠运气吧，我也会不服气的。因为我后期的买和卖的过程，都还是有固定的尺子进行衡量的。我有四把尺子，一是点位，低的时候就买，高的时候就卖；二是整体市盈率，达到历史底部的时候我就买，接近历史高位的时候我就卖；三是盈利水平，只要基金的净值比我最底部时高出一倍，我就会考虑卖出来了；四是看周围的人——前两天我还跟我丈夫开玩笑，他就是我最大的反向指标，他不让我买的时候我就买，他不让我卖的时候我就卖。这四把尺子中，以前我最看重点位，弄懂了市盈率的含义后，我就最看重整体市盈率，共余的尺子作为参考。也就是说，现在我最看重的是整体市盈率，然后其他三把尺子作为辅助性的指标，综合地看，综合地衡量，然后才能做出决定。”

第二个问题："你在低位买基金的时候，套牢过吗——套牢的话，你是如何看待和分析问题的？"

她笑，答："谁没被套牢过？2008年股灾过后，大盘在跌破2000点的时候，我就开始买，最后一直跌到1600点，我最先开始买的那笔资金最多被套了20%多。2010年大盘从3000多点跌到2400多点的时候，我又开始买基金，最后大盘又下跌到过1800多点，最初投入的资金最多时也被套了20%多。好在我买的时候都不是一下子全投入的，所以被套后，我是越跌越买，所以越跌成本越低，我从来没有买到过最低点。我觉得神仙也买不到最低点。只要我买的时候，市场符合我选定的那四把尺子，我就不害怕。咱们现在谈的，是一个心态的问题。以前对投资完全不懂的时候，自己心里没数，人家说好我就高兴，人家说不好我就害怕，但自从我有了自己的四把尺子之后，心态就调节得很好了。这一点，我丈夫跟我完全不同。他这个人太肉，还很情绪化。好在这么多年经历后，他开始相信我了。在买卖基金方面，他基本上完全听我的了。另外，买基金和买股票不一样，基金在买卖过程中的佣金是非常高的，要是像炒股那样不停地买和卖，不亏掉裤子才怪。所以投资基金，很重要的一点是，得熬得住。大盘短线上总是不断地在涨涨跌跌，要想让它一下子涨上去，是不可能的，必须得磨到一定的时候，时机和火候一到，才会有突飞猛进的可能。你不知道什么时候大盘才会飞，所以在这之前，你就得等——作为我们家来说，反正这些钱一时半会儿也用不着，买完之后，放账户里等着呗。我平常很少看的。反正牛市来了，你身边的人都会欢天喜地起来，这些都能提醒你，不会因为不看它而错失行情的事情。"

在看似无意间，我又问了她第三个问题："你对现在的大盘是怎么看的，会买基金吗？"

她皱了下眉头，答："基金肯定还会再买的，如果没有投资，我们家的经济条件就不会像今天这样还说得过去的，可能就很艰苦了。所以以后肯定还会坚持投资的。至于现在的点位，我是这样看的，从高点往下看，已经跌了不少了，整体市盈率也不算太高，但也不算太低，沪市的是很低了，主要是银行太低，但深市，尤其是创业板的整体市盈率还不低。从人气上看，我身边的朋友，基本上也都不谈基金、股票了。现在股灾发生的时间还不到一年。所以，总体上，我还是比较犹豫的。我想出院后，再做决定。我初步的想法是，如果大盘不是马上涨上去，我会拿出本金的三分之一，先买入一部分。涨上去了，我就赚了。跌下来的话，我再买。现在网上有评论说，2600点可能不会是市场底部，我感觉着这种说法，有些玄。但真要跌破了，我们保证还有闲钱买入就行了。总之，我不认为大盘还能再跌回2000点。这两年经济是不如以前好，但企业都还是在发展的，盈利水平也都还在提高的。从市盈率看，同样的点位，今后的2000点肯定比前

几年的2000点要便宜得多。所以我认为2000点的说法，不可靠。”

精彩，真是精彩！

这位孔姐，一没有学历，二不懂经济，三不知股票，四也没看过多少投资类的书，却对投资和理财有着许多深刻的认识，最重要的一点是，过去十余年的投资经历证明：她的这套方法，改变了她和她家庭的命运。

我正犹豫着还有什么问题可问的时候，太太突然冒出了一句问话：“你们家现在有多少钱了啊？”

我和孔姐都没想到太太问了这么一个冒失的问题，所以我们两个彼此一视，哈哈大笑。

谈话到此结束。

## 理性人

中午陪太太到餐厅一块用餐时，太太问我：“刚才我问她家有多少钱了，是想问她挣了多少钱了，并没有探人隐私的意思，你们没有回答我的问题，还笑什么呢？”

女人往往是感性动物，而投资者则需要克服感性，把自己培养成理性人。

我告诉太太：“之所以笑，是因为你光听故事了，而没有计算故事背后的东西——这位孔姐，是非常豪爽和坦率的，她在叙述中实际上已经基本上告诉我们她的家底了。2006—2008年牛市期间，她已经挣得20万的资金量了，之后一半定存，一半购买了银行理财，在大盘跌破2000点之后，她又将约10万元的理财产品全部购买了基金，2009—2010年那轮翻倍行情中，她的这笔投资又实现了翻倍，所以此时她手中大约拥有了40万元的资本。而后在大盘又跌回2400点时，她又开始将资金陆续全部投入到基金中去了。虽然留了5万块钱，但根据她的家庭经济收入状况，她自己说每年还是能攒下几万块钱的，若是算上这部分，那么保守估计，在14年行情启动前，她投入基金的资金将至少达到60万元。在此后的行情中，她再次实现了利润的翻倍。也就是说，她家现在仅流动资产已经轻松过百万，如果乐观一点估计的话，甚至可能达到或接近200万了。”

太太向我翘了下大拇指，说：“厉害。”

我继续分析：“她和她丈夫每月的收入并不高，而且还有两个上大学的儿子，但现在她家庭已经有两套房产，没有任何负债，流动资产至少百万，

这样的财政状况，已经轻松超过中国大部分家庭了。”

成功的投资，真的是非常容易改变一个人或一个家庭的命运的。

# 2　简单的赚钱方法

## 从菜鸟到老手

太太病友的这段经历，给我留下了非常深刻的印象。当时，在医院餐厅里分析这位孔姐的投资经历时，我就给太太说：“孔姐是一位普通得不能再普通的投资者，投资的手段和方法也并不高超，却很好地改善了家庭的财务状况，这一点对我们非常有启示意义，待你病好出院后，我会抽时间好好总结和分析一下她的案例。”

从孔姐的投资经历看，她已经完整地经历了三轮行情，从最初的跟风入市，到中间的自我觉悟，再到最后的风格定型，已经完成了从菜鸟到老手的升级换代。我认为她今天的成绩，应已基本排除幸存者偏差的可能。最重要的是，直到今天，她还保持着保守谨慎、对市场非常敬畏的初心，这就足以确保她在未来的投资之路上，哪怕不会像以前那样一帆风顺，至少也可以长期生存了——很多成功的投资，从旁观者角度看，好似一帆风顺，而在当事人看来，则可能充满着无限曲折，此中况味，另成一番景象。所以，如果我们面对面说孔姐的投资非常顺利时，她可能会提出相反的意见。事实上，在她的自我叙述中，她已经相当委婉而坚决地否定了运气之说。

当然，关于运气和是否顺利的问题，不是我们今天探讨的话题，我们想做的工作，是通过分析和筛选促使她投资成功的因素，从而给我们以有益的启示。

所以，我们接下来要做的工作，是分析和总结。

## 简单投资

从总体上看，孔姐只是一名普通的投资者，上文已述，无论从学历知识、家庭出身，还是资金来源、投资经验，她都不具任何优势，但她的投资经历却是成功的，至少到目前为止，收益是非常惊人的。承认这种现实，我们就应该认识到，她的投资行为，一定遵守着投资的一些基本规律，哪怕是无意识的遵守，也一定暗含着一些基本的规律。

通过她的叙述，我们可以看到，她的投资过程主要有如下几个特点：

第一，她的投资标的非常简单。

十多年的投资经历，她买卖的标的只有一两只偏股型基金。用她自己的话说，“我就对这一两只基金熟悉”。刚开始买的时候，是因为同事们买，她是无脑跟入的。后来再买，是因为长期跟踪，对这两只标的的净值走势了然于胸。这让她节省了大量的研究时间。这跟股票投资者动辄把全场几千只股票都纳入自己关注和分析范围的做法完全不同。两相比较，哪种方法孰优孰劣呢？实在是见仁见智。

当然，对这个问题，我想额外发表一点看法：普通投资者和机构投资者在标的的范围选择上，是应该有所不同的。机构是一帮人、一套系统在工作，而普通投资者通常是一个人在工作，能够投入的力量是有根本性的区别的。所以作为普通投资者，一定要认识到这一点。机构可以大范围撒网，普通投资者只能做小范围攻击。

这个问题，还牵涉到投资中一个永恒的话题，即投资到底是集中好，还是分散好。所以，我们还需要另外厘清基金投资与股票投资的区别——孔姐投资的是偏股型基金，其实质本身就包含着一个由机构帮我们精心挑选和组织的股票组合，所以孔姐的投资标的就跟巴菲特的伯克希尔公司一样，形式上看似集中，实质上却包含着分散的要求。

所以我们还不能因为孔姐的案例就得出“集中比分散好”的结论。她投资标的非常简单的事实，给我们最大的启示应是：分散与集中都应当在适度范围之内。

作为普通投资者，我们的分散度应保持在多大合理的范围内呢？在以前的章节中，在探讨分散与组合时，我们给出过相对比较具体的量化指标。这里不再多述，只强调一点：在适度分散的前提下，投资者最好集中精力追踪和研究自己最熟悉、最能看得懂的标的。

第二，她的操作方法非常简单。

说起来可笑，她的操作方法可以总结成一句话：市场不好，跌到低位时，买；市场变好，涨到高位时，卖。

再简单点概括，“低买高卖”四个字，足矣。

如果非要跟高大上的投资理论扯上联系，我们可以称之为“逆向思维”。

细究起来，低买高卖几乎是一切成功投资的规则和基础。曾经，我有一位朋友，做生意失败，垂头丧气地回到家中。他实在不明白，自己要学历有学历，要拼劲有拼劲，为什么就是做不成生意呢？而自己的父亲，大字不识几个，平时沉默寡言，也没看出多少灵动劲，但就是靠着倒卖建材养活

了全家老少。他向父亲请教，父亲指着院中的一堆沙子说：做生意就像买卖这堆沙子，在它价格低的时候，你买过来，等到价格涨上去之后，你再及时卖掉，赚钱其实就是这么简单。

如果直达投资的本质，抛掉过程中的一切冗余，有时候事情看起来，的确是很简单的。能把复杂的事情做得简单一点，这应该也是一种修养。

第三，她衡量买卖的标尺也不复杂。

从孔姐的叙述中，我们可以看到，她在决定买或者卖的过程中，不是随意拍脑袋决策，而是遵循着一定的衡量原则的。也就是她口中的“尺子”。当然，她口中的这把“尺子”也有一个完整的进化过程。最初，她衡量高低的尺子是单纯的大盘点位，后来逐步进化成大盘的整体市盈率，再到后来，又加入盈利和人气这两个相对的指标。总体上看，在四把尺子中，整体市盈率为主，大盘点位、盈利水平、人气指数这三把尺子为辅，已经自成一套系统了。在后边的三把辅尺中，盈利水平又是一个相对重要的指标。比如在过去的操作中，她已经两次严格执行“涨一倍就要考虑卖出”的规定了——这几乎已经成了一项硬性指标，成了她必须坚守的操作纪律。这一点，对股票投资者来说，可能难以接受，比如说一个优质的股票，涨了之后可能还会再涨。但是作为一个参照指标来说，孔姐在普遍性的层次上，其启示意义可能更强。我的意思是，投资中的确可能存在翻倍之后再翻倍的现象，但在普遍的范围内，可能不具有说服力。

我这段话的总体意思是：作为普通投资者，我们决定买卖的时候一定要有一把相对固定、合理的衡量标尺，这把尺子可以不必过于复杂，但一定是抓住核心要素的。

其实，回头分析一下历史上那些著名的投资大师，我们会发现他们很多人关注的尺子其实也是很单一的，比如格雷厄姆最关心净资产，巴菲特最关心净资产增长率，费雪最关心企业的成长性，而我们中国人的投资大师李嘉诚则只关心市盈率，即企业相对股价的盈利能力。

尺子不必复杂，只要衡量的是投资的核心。

第四，她投资的目的也很简单。

在孔姐的叙述中，她从来没有我要赚多少多少钱、翻多少多少倍的提法，能让家庭生活不是那么艰苦，她就已经非常开心了。这跟市场中动辄“财务自由”的提法完全相左。

杨天南先生在他的著作《一个投资家的20年》中，反复强调，投资的重要

目的不是让你成为巨富，而是首先实现财务的健康。财务自由是一个比较高的目标，一旦实现，意味着你不用主动工作，只被动的资产性收入就足以让你与家人快快乐乐地生活。而财务健康，则是一个相对低得多的指标，它意味着你只要生活得不是那么艰苦就可以了。像孔姐这样，有房有车有余款，不怕得病，不怕孩子上学，不怕突如其来的一般花销，即家庭在面对未知风险时，已有一定的安全垫。财务自由和财务健康的区别就像专业运动员和健康的普通人的区别，我们成为专业运动员可能很难，但成为一名身体健康的人还是相对容易实现一点的。

其实，这也是我反复强调的：投资要放弃暴富思想，静水流深，不疾而速。

正如王健林先生所言：先定一个人生的小目标，努力实现它，然后再去追求人生的大目标——实现大目标固然不易，但万一实现了呢？要是真实现不了，也无所谓，小目标实现了，日子也一样过得滋润嘛。

在0和100之间，还有99个自然数——记住这一点，对普通投资者来说，很重要。每天想一遍，赌性就会降一分。

心态不膨胀，操作就会少犯错。

第五，她有乐观向上与保守谨慎并重的心态管理。

从孔姐的投资经历看，她一直存在着两个重要的心理支撑：

一是她始终相信国家的经济总是在不断往上发展的，所以股市的总趋向是不断向上的。我认为这一点，恰和中国近几十年的国运是暗自契合的。我在《投资大白话》中提及“终胜思想”，也是基于这一点认识。成功的投资者首先在精神气质上是乐观主义者。那些动辄宣扬中国崩溃论的人，是很难从国运中汲取终胜的营养的。巴菲特感叹生在美国是三生有幸，当今国人恰逢国运上升的今日之中国，才是真正的三生有幸。

二是她对市场充满敬畏，对市场趋势的力量高度警惕。在市场中生存，最重要的一条交易策略，就是“顺势而为”。基本面的变化和凝结是市场存在和波动的内在驱动力，而趋势就是这种内驱力的外在爆发，一旦形成，不可阻挡。在大的趋势喷发时，投资者不可逆势而为。这一点，和逆向思维是不矛盾的。趋势是内生驱动力的喷发，在形成之初是由原始动力支撑的。但在趋势的后期，往往驱动力消失，此时惯性会造成人们思维习惯的固化，另一种相反方向的原始驱动力可能就会生成，而逆向思维的作用和使命，就是发现这种反向的驱动力，在新的趋势形成之前，引导其生成和爆发。所以逆向思维的本质，也是在顺势而为。

这两点精神特质，使孔姐在操作时，既保持着战略上的乐观精神，又遵守着战术上的谨慎原则，终胜和保守达到了统一。

讲到这里，我们不得不将话题再做一下必要的延伸，乐观主义精神不仅在投资中需要生成和保守，在工作和生活中更是不可或缺。比如同是生病，我太太还没有确诊，但已经被病魔吓得面如土色，精神备受折磨，最后的事实证明，她的囊肿是良性的，割掉就完了，可谓虚惊一场。而这位孔姐已经两次患癌，却始终保持着一种轻松乐观的心态，如上文所述，有说有笑，能吃能睡，真是让人敬佩。太太出院后，我们回到家中，每次谈到这位孔大姐，都是感慨良多。这种不屈不挠、乐观向上的精神状态，需要我们所有人努力学习，认真实践。

一句话，投资者若无这种精神支撑，在陷入被动局面时，恐难克服困难。生活中，我们也将失去很多乐趣和动力。

第六，她能长期坚持自己简单的投资方法。

发现和拥有一套适合自己而且又相对简单的投资方法并不难，难的是把这种简单的方法长期地坚持下去。就像奔跑人人都会，但是能持续不断地奔跑、几年如一日地奔跑，则只有阿甘才能完成一样。同样的道理，人人都会画蛋，但能坚持不懈地画蛋，并且画出名堂的，世上只有达·芬奇一人。类似的道理，还有徐悲鸿的马、齐白石的虾、郑板桥的竹。投资与此类似，世上盈利之道可能成千上万，但可能只有一种适合于你。找到它，不惧简单，然后始终如一，坚持不懈，如此，则成功可能会相对简单容易一些。

事实上，能够做到这层境界的人很少。

我们总是认为投资股票和做生意是不一样的，注意“票”的性质，而轻视“股”的权利。所以看不起每年几个点的股息收益率，总希望在与波动的博弈中，比别人聪明，战胜市场。在这种思想支配下，给自己加了太多额外的东西。反倒是失掉了投资的本质。

投资最简单的本质是：在便宜的时候买的东西，在贵的时候卖掉。

回到本章开头的疑问：理财投资到底是简单还是复杂？答案是：只要你能准确地把握住投资的本质，投资就不复杂。否则，它就会非常复杂。

## 两个层次

为了提炼和总结，我们在分析案例的时候，可能会尽量详细和复杂，但分

析之后我们应该可以看到更简单、更有规律性的东西——通过上述分析，我们看到了什么呢？

两个层次：

第一个层次，成功的投资需要遵守的基本规则：

1.低买高卖；

2.不贪不惧；

3.坚持不懈。

第二个层次，对投资活动本身，我们还可以得出以下几点结论：

1.简单的投资方法是可以赚到钱的；

2.基于普通投资者的身份定位，我们应该努力寻找到这种适合自己的投资方法；

3.找到它，坚持它，即持之以恒。

## 3　一种简单均衡的股市投资方法

### 最佳选择

孔姐的投资方法简单而成功，十多年来被她运用得日益纯熟，改变了自己和家人的命运。事实上，她这种看似简单的投资方法也多为一些投资大佬所推崇。比如格雷厄姆、巴菲特这些人都曾针对普通投资者提出定投指数基金的建议。绝大多数普通投资者常犯的错误是不把自己当成普通投资者。总认为自己比别人更聪明。实际上，研究表明，人类智力从总体上看，是呈正态分布的，即很聪明的人与很笨的人都是一小部分人，大部分人的智力处在中间位置，差别不大。如果认识到这一点，努力避免大部分人常犯的错误，既不过于高估自己，又不必自怨自艾，那么对于提高自己在资本市场的表现可能会收到意想不到的效果。

简单地说，孔姐的投资经历表明，找到一种适合自己并且相对简单的投资方法，然后持之以恒地坚持下去，可能是普通投资者的最佳选择。

那么普通投资者应该怎样选择和确定自己的投资策略呢？

### 考虑与策略

基于中国股市的种种现实，我们认为投资者在做策略选择时，应考虑以下几点：

**1.**不必离开股市

很多投资专家认为分析和研究企业（股票）不适合大多数人，专业的事应由专业的机构负责，所以常常给我们提出间接参与股市的建议，比如格氏与巴氏的指数基金建议，国内很多投资界大佬也多有“把钱交给专业机构打理”的建议，比如杨天南先生就多次说过：“要想成功投资，只有两条路可走：要么成为巴菲特，要么找到像巴菲特那样的人”——成为巴菲特是很难的，所以他的意思还是找到像巴菲特那样的人，即把钱交给专业机构或专业人士。但是对这种建议也有相反的意见，比如彼得·林奇先生就认为，普通投资者相对机构投资者也有很多先天的优势，只要运用得当，战胜专业机构是完全有可能的。在《投资大白话》中，腾腾爸也曾辟专章专题分析和比较过二者间的优劣势。基于对中国股民人性的认识，我也不赞成过于武断地认识这一问题。谁是巴菲特或谁有可能成为巴菲特，判断本身就是很难的，不经过实践筛选是无法得到确切结论的。与其劝不离开，不如正确引导。究竟哪种投资方法更适合自己，通过一定的实践，由投资

者自己做出选择，似乎更能让人接受。

**2.**最重要的是能够长期生存

华尔街有一句名言：“有老的交易员，有猛的交易员，没有又老又猛的交易员。”所以沉浮于资本市场，最重要的一件事情就是能长久地生存，浮上来，别沉下去。要想做到这一点，经过风雨的投资者都会自然而然地做到思想和操作上适当的保守。也就是说，保守是基础和前提，进攻才是后续和结局。这就要求投资者在制定自己的投资策略时，首先确保自己不要发生过大的本金损失。永远记住巴氏的教导：“第一是不要亏钱，第二是记住第一条”。古人打仗也讲究“兵马未动，粮草先行”，投资与其类似。进可攻，退可守，方能无虞。

**3.**强调保守不是否定进攻

投资的最终目的还是为了赚钱，保存本金最安全的办法是把钱装在衣兜里，但这种方法因不符合投资的目的要求，所以不能成为我们的投资建议。好的投资策略，一定是有攻有守的。

**4.**既要看到中国股市现有的事实，又要看到其未来的走向

中国股市目前最大的现实是炒小炒新炒差恶风盛行、市场整体估值高企、严重的二元失衡结构，最大的趋向是沪港通深港通已通、沪伦通也有动向、市场在逐渐走向开放、与国际接轨将是大概率事件。两相比较，我们可以看到现在的市场实际上给我们提供了一个很大的投资机遇，即从高估的中小创向优质的大蓝筹的切换。这几年，我一向的观点是：大蓝筹因为盘子大、股性差而不为热衷于成长投资的中国股民看好，正因为如此，它得到了不应有的低估值。不是说成长不好，而是说足够低的估值已经给大蓝筹提供了足够的安全边际。牢记“低估是王道”这条常识，牢记价值、价格与投资价值三者之间的基本关系，赚钱是大概率事件。

基于上述四点考虑，我给出的选股策略是：低估值＋高股息；

我给出的组合策略是：半仓蓝筹半仓成长；

我给出的操作路径是：在熊市期间大半仓低估值、高分红的蓝筹股，作为“压箱底”老货留存在手，然后精心挑选同样符合估值和分红要求的两三只小票，在此后的漫长持股岁月里，利用每年高股息带来的流动性，不断加仓高弹性成长小票，把组合渐渐调理成进可攻，退可守的状态，待到牛市行情时，逐步沽出。一轮行情过后，轮回重新进行。

我给出的股市进阶之道是：参照上一章谈到的三套仓位解决方案。从初出

茅庐到个中老手，普通投资者应遵循一条在整体上逐步加仓的路径——若经历两轮牛熊自己还能保证盈利且盈利水平符合个人要求，则应当在投资这条路上坚持走下去，若做不到这一点，则应考虑改弦更张、另作他选。

## 优势特点

咬定低估值、高分红个股，半仓蓝筹，半仓成长，这条看似简单的策略建议，实则包含着三个优势特点：

1.兼顾安全；

2.兼顾成长；

3.动态平衡。

前两点已做了大量介绍，需要额外强调的是第三点：我给定的策略不是一成不变的，从投资者进入的途径看，是动态的。从具体的操作上看，价值股与成长股的调整也是动态的。

总体上看，我认为这一股市投资策略是比较简单的，很容易理解，操作难度也不大，而且运用得当，长期看是可以战胜市场的。

事实上，多年来，我就是根据这条策略一路走来，历经2008年、2015年两次世纪性大雪崩而幸存不倒，并且收获颇丰，既像孔姐那样通过资本投资很好地改善了自己和家人的经济条件，又为自己积累了丰富而练达的人生与投资经验。对我而言，这些都是无比宝贵的人生财富，也是今天我勇于在网上发文、在网下著书的底气所在。

总之一句话，适合普通投资者的投资方法应当是相对简单的，而且应当具有一定的可复制性。否则，它就可能是不合时宜的。

记住它的三个基本特点——兼顾安全、兼顾成长、动态平衡——找到它，然后长期坚持。

这就是普通投资者成功投资的奥秘所在。

复杂总是从简单开始的，做好简单，然后再走向复杂。若连简单也做不好，再听从杨天南先生的建议：既然已无做巴菲特的可能，那就努力去寻找能成为巴菲特的人吧！

# 第六章
# 理发师的烦恼：能力圈与护城河的秘密

## 1　一位优秀的理发师

### 双桥理发店

很多年前，我常常为理发的事情烦恼。主要原因是不小心长成了歪瓜裂枣，又受职业限制，对发型的要求较高。小城几十位理发师曾先后捧着我的头端详，最终都落荒而逃。后来到乡镇工作，一个偶然的机会，认识了理发师刘经理，去了他的小店“双桥理发店”。

刘经理的理发店总共二三十平方方，收拾得干净利落，典型的夫妻店，外加一个小学徒，最初的员工仅三人而已。第一次为我理发时，刘经理看我的脸、摸我的头，端详半天，跟我聊了会要求，方才动手。多用剪刀，很少用电动推子，一根头发一根头发地修理了将近一个小时。

结束时，同事赞：“帅！”一个字令我心花怒放。

但很快我就发现，这家小店有三个特点让人颇为不爽：一是等的时间太长。若无预约，不苦等一两个小时，基本上排不到位；二是理发速度太慢。在别的店十分钟能解决的事儿，在他这里至少得半小时；三是刘经理太太的手艺和刘经理完全不在一个档次上。有时候等不及，会让他太太帮我打理一下，偶尔满意，常常失望。所以每次都是头发长到不成体统的地步，才会忍受上述诸多等待的痛苦，硬着头皮走进双桥。

### 理发师的名言

直到后来，发生了一件意外的小事，彻底打消了我对刘经理所有的负面看法。

有一次泡温泉，享受了一次免费理发服务，理发员小姐手握电推子，只用一分钟时间，就为我剃了一个花瓜式“阴阳头”。我注视着镜子中的自己，感觉就像傻小子。看来，免费的午餐真不是好享受的。

愤怒而无奈之际，突然想到刘经理，驱车求救。

一进店，店主、店员外加长椅上一排顾客，“轰”一声笑。刘经理问我：“怎么回事，在哪儿剃的？”我把温泉遭遇一五一十地叙述了一遍，惨凄凄地问：“还有救吗？”

坐下，系上围裙，刘经理捧着我的头，看了一会儿，说：“幸亏她只围着你的头转了一圈，剪短点，应该还有救。”

然后他就一刀一剪，花了四十余分钟，给我理了个毛寸。效果非常好，傻小子又变成了帅小伙。大家围着我，啧啧称赞。

刘经理这时说了一段让我印象非常深刻的话：

“每一个人的头型都是不一样的，所以每一次理发，我都把它当成一次艺术创作。每一次看到顾客从我这里精神百倍地走出去，我的心里都像喝了蜂蜜一样甜美。”

这番话每一句都很简单，甚至有的话，还经常出现在小学生作文中，但就是这番话，让我从此成为他的铁杆粉丝。

## 2　理发师的烦恼

### 优势与发展

随着了解的加深，我发现刘经理有四大优点：

1.他有技术——如前所述，不再多说。

2.用心——想想每次理发前他端详顾客头型的神情、他精心为我理发的故事，以及他说的那番话。

3.能处处为顾客着想——有一次，他太太在店里弯腰清扫地上头发，突然来了客人，他让他太太马上去给客人洗发，他太太答“等我扫完地再说”，他马上生气地训斥他的太太：“地可以过一会儿再扫，但让顾客站着等，你这是什么态度呢？”最后弄得顾客都不好意思了，连说“没事没事，我等等就是了”。这样的例子，不胜枚举。

4.注意培养回头客——我见过他有一个日记本，上边恭恭敬敬地记载着经常上他这儿来的顾客的名字及联系方式，有时候哪个常来的客人多时不来了，他会念叨着：“唉，那个谁谁怎么这么长时间没来了？”如果细问，他能清楚地计算出他上次来理发的日期。

“桃李不言，下自成蹊”。随着名望的提升，刘经理的客人越来越多，渠道面也越来越广。后来，乡镇里的大多数工作人员、厂矿企业的大小头脑、社会上一些有名望的人，都成了他的常客。

后来的几年，我亲眼目睹着小店的变化：先是买下了左右相邻的两家铺子，而后又把门面往上接了一层，后边的空地盖起了一栋三层小楼，前面开店、经营，后面生活、休息。随后又新上了很多染烫设备，再就是增招了两名员工。

我在那个乡镇工作了四年半时间，离开的时候，双桥理发店已经完成了原始的创业阶段，成为远近闻名的理发店。

有一次，刘经理透露，他手下固定的客源有400多人，他每天光应付这些老熟客就要花掉十几个小时的时间。听到这条消息，心里喟然一声长叹：这就是世上最好的生意呀。

但是，很快，刘经理也有了自己的烦恼。

## 理发师的烦恼

第一个烦恼，是小镇子搞开发，刘经理的门面房及楼房，恰好处在拆迁区——他烦恼的倒不是搬迁，而是他的房产经拆迁后获得了一大笔的补偿款。手中一下子多了200万余钱，他不知道如何使用。

每次理发，他就给我倾诉苦恼，跟我计算“钱存在银行值不值”的问题。流动性充裕的家庭和流动性充裕的国家一样，都难免让生活其中的人充满焦躁和不踏实感，总害怕一夜醒来，自己手中的钱不值钱了，又总希望一夜醒来，自己手中能有更多的钱。刘经理深陷在这般苦恼中不能自拔。小学文化的他，也开始研究起通货膨胀的问题了。为手中大把的流动性寻找出路，似乎成了他的当务之急。

第二个烦恼，是刘经理的儿子中学毕业了。孩子学习成绩不好，没有机会深造，回到了家中。而且这孩子还在学校里谈了一个女朋友，毕业后也带到了家中。按照当地农村的风俗，两家人见了面，定了亲。刘经理就常常跟我念叨：我理了一辈子发，不能再让孩子跟我理一辈子发了吧。他的观点是：虽然我自己热爱理发这个工作，但不能一家人都干这个行当呀。

我当时给刘经理的建议是：理发没有什么不好的，像你们这样已经在本地理出名堂来的，更是不易，所以应该抓住这个主业，深埋其中——现在你手中已有资金，门面又被拆迁，不如借此机会到县城去买个门面，把店铺迁到县城去，反正你的顾客大多数都是县城一带的，他们现在理发，需要从县城往你这儿赶，店迁过去了，更方便了这些人，而且县城人更多更集中，凭你的手艺，肯定能吸引更多的人，同时可适当提高一点收费的标准，几相叠加，完全能大幅提高你们家庭的收入。

我的这番建议，是经过深思熟虑的，既解决了他家流动性泛滥的问题，又解决了孩子的就业问题，更扩充了小店的前途问题。

但是，这位聪明的理发师，显然对投资理财这块，还非常生疏。

他听了我的建议，沉思半晌，然后软绵绵地答道：“你的建议跟我的想法相差太远，还是先让我再好好想想吧——我还是想找个出路，给孩子投点资。”

## 再创业

刘经理疑虑和思考的事情跟投资有着紧密的联系，我隐约地感到，他身上发生的一些事情，可能会成为一个很好的观察和思考的对象。所以从他开始疑问如何处置补偿款时，我对他的关注就有了新的含意。

再见到他，我就有意地向他询问、攀谈相关话题。

最初，他对我说：我们这里煤矿多，做点煤炭生意应该不错吧。我有一个朋友，前几天找到我，想跟我合伙开家洗煤厂。

我们这儿的确盛产煤炭，大大小小的煤炭贩子不计其数。据我所知，光这小镇就有大小几十家炭场，但真正能赚到大钱的，其实并没有几家，绝大多数煤炭贩子只是借着煤价上涨的东风跟着趋势喝点稀粥而已。如果办洗煤厂，稍成规模，至少得投入千万。这就意味着刘经理得加杠杆操作。洗煤厂建好了，还得解决货源和客户的问题。一个小镇就几十家这样的企业，竞争的激烈程度是可以想见的。

从投资的角度看，洗煤厂是一个完全的重资产行业，投入大，转行困难，而且利润率并不高，这和刘经理的理发店正好相反。理发店属于服务业，靠技术和服务吃饭，典型的轻资产行业，投入小，经营灵活，利润率又远非洗煤厂可比。而且从管理的角度看，洗煤厂对管理人员的要求显然更高。刘经理从理发行进入洗煤业，毫无经验可循。我不是说一定会失败，但事业必须推倒再来，付出一定不小。

这样一分析，我得出的结论是：冒风险、出大力，并不一定讨好，何苦来呢？

当时刘经理“再创业”劲头正足，被我这样兜头一盆冷水，显得有些不悦。

我就劝他：“我分析得也未必正确，但把几百万的投资不是小事情，你最好再多调查调查。

第二次再去理发，刘经理恭维我有眼光。原来他的老主顾中也有一些厂矿企业老板的，其中有几个已成知心的朋友，和他们深聊，了解了企业经营中的诸多辛苦。

除了我上述分析之外，刘经理还加了一条更重要的不利因素：煤炭价格不稳定，万一碰到一个大的起伏，一跟头就全栽里头了。

建洗煤厂的计划搁浅了，这时，他又告诉我了第二个创业计划，他听朋友介绍，大城市流行“汗蒸”——据说在某些城市还很火，但经考察，发现小县城里还没有。

他分析说：“你看，现在大家手中都这么有钱，都喜欢消费，尤其是年轻人，见到了新鲜事物就轰一声围上去了，我要是开了汗蒸店，一定会生意很好。”

我问了他一些基本的问题："汗蒸是干什么的？服务对象主要是什么人群？县城有多少人？潜在客户有多少？需要投资多少？收益如何？需要招多少员工？计划多少年回本？"

刘经理被我问得张口结舌。支支吾吾一阵之后，说："反正投资个四五十万就能把店开起来的，让孩子闯荡一下也是好的，就是亏了，也是积累一些经验吧。

经过就不再多说，从外出学习、考察、选址、租房、装修，再到招人、培训、开业，一眨眼大半年时间过去了，小城第一家汗蒸店开业了。火了一段时间，但新鲜劲一过，生意马上萎缩下去了。看来，小城人还是不太接受这种休闲方式。坚持了有七八个月吧，月月入不敷出，不仅没有挣到钱，还倒贴进不少。当初过于乐观，房子租了三年，恰好有个机会转租，刘经理和儿子一合计，忙不迭地把店面转出去了。

我以为再创业的故事，到此就应结束了。没想到两个月之后，刘经理创业激情再起。

这次，他看中的项目是"火疗"。我问他什么是火疗？刘经理从剪头始至剪头终，一气给我普及了半个多小时的火疗知识。听他一讲，火疗基本上可以包治百病了。这样的生意不做，就是蠢了。我心里暗笑。感叹人一旦陷入到某种情绪中了，真是一件挺难办的事儿。

之后，他就安排儿子、儿媳去省城学习火疗。两个星期后，学成归来（我真不知道他们是在哪家学校哪位师傅那儿学的，若两个星期就能学会那么神奇的医术，我也想辞职去拜师学艺了），然后又是重复当初开汗蒸店的程序。

这次果然一切从简，一个多月之后，火疗店开张了。

谁去理发，刘经理就向谁介绍他儿子和他儿媳开的火疗店，名片发了几千张。效果怎么样我不知道，我只知道三四个月之后，火疗店又关门大吉了。几十万的投资又打了水漂。

## 失败之后

三次再创业失败之后，刘经理终于消停了。他到县城一新建小区买了栋商品房，租了两间小区对外的门面，把理发店彻底从乡镇搬进了城里。辞掉原来的员工，由儿子、儿媳补缺。

看起来，他是安心一家人继续从事理发行业了。

我盘算着，他后来的这番操作，跟我最初的建议几乎一模一样。唯一不同的是：当时我建议他直接用补偿款购买下门面，而现在，他是租赁的门面。

无他，几次投资失败，已经让他元气大伤。买完商品房后，他就无力购买门面了。

再去刘经理那儿理发，刘经理又恢复了往日安心经营的旧态。顾客进门，倒茶的倒茶，让座的让座，洗头的洗头，理发的理发。一家人分工明确，各得其所。

不出所料，凭着刘经理对理发行业的熟悉和精明，双桥理发店很快便在小城声名大噪了。

# 3　理发师的成功与失败

刘经理开理发店是非常成功的，但此后的三轮再创业投资却都是彻底失败的，同样一个人，前后差别迥异，是什么原因呢？

## 成功的经验

我们由简而难，先分析一下他开理发店成功的经验。

从事自己最熟悉的行业

刘经理从十五岁初中毕业后，即开始跟师父学习理发，至我结识他时，已经从业二十余年。凭着自己的韧性、钻研精神，他不仅学会了师父教给他的东西，而且还通过四处学习、博采众家之长，很快就超越了师父。直到后来，他把理发不再当成一种单纯的技艺，而是上升到了一种人生哲学的高度。他的“理发艺术论”，不就曾经带给我很大的震撼和启迪吗？古人讲“十室之邑，必有忠信”。行行出状元，高手在民间。写文章，老师教育我们，要“写熟悉的人，写熟悉的事，写熟悉的生活”。世事一理，投资、做生意、写文章，都一定要坚持深耕于自己“熟悉的”领域。只有这样，你才能充分发挥特长，在规矩之内“随心所欲”，实现真正的自我而达至最终的成功。

有技术，有服务，形成了客户黏性

别人能剃的头，他能剃；他能剃的头，别人未必能剃。他的理发技术，明显比小城其他理发师更高一筹。他对客户的需求非常重视，从进门时的笑脸相迎，到个性化的预约上门服务，他都能努力做到。高超的技术和一流的服务，对客户形成了有效的黏性，慢慢地就形成了自己稳定的客户群。技术、服务、黏性、客户群，这四点要素，为他自己形成了一条宽阔的护城河。我读《巴菲特的护城河》这本小书，对照双桥理发店，发现刘经理通过自己的努力，就是为自己的小店挖出了一条护城河。他的所作所为，完全符合护城河的理论要求。

坚持长期生存

理发行业是一个利基行业，有一定的地域性，正常辐射半径不过数公里，像我这样能跑二十里路程专找一人理发的，毕竟还是少数；同时还是个日消行业，从某些方面讲，像吃饭、喝水一样为生活所必需，但同时，是一

个进入门槛并不算高的行业，只要有技术，投资也不大，说简单点，一把剪刀就能开业，所以这个行业实际上还是一个竞争比较激烈的行业。但是这些优缺点，在刘经理这里都得到了很好的扬弃。因为他长期坚持在这个行业里，个人和家庭又非常用心、努力，所以很快形成了自己的客户黏性，建立了口碑和品牌，从某个角度讲，已经打垮了大部分同业，具有了一定的垄断性。比如像我这样对发型要求比较高的顾客，就完全被他垄断和吸引。理发店迁至小城之后，刘经理根据行情及物价，已经先后三次大幅提高收费标准，至今生意火爆。这种强势的定价权，就是小店垄断性的充分体现。

## 失败的教训

那么后来刘经理投资转型一再失败的教训又有哪些呢？

抛弃主业，进入陌生领域

无论是洗煤，还是汗蒸，抑或是后来的火疗，跟他熟悉和精通的理发行业，都八竿子打不着。所谓隔行如隔山。这是一种典型的自废武功的行为。美国畅销书作家马尔科姆·格拉德韦尔在其成名作《异数》中提出过“一万小时定律”，认为要想成为某方面领域的专家，需要一万小时的学习和锤炼。假如每周工作五天，每天工作八小时，那么一万小时的积累就需要至少五年的时间。一万小时定律告诉我们，占据自己已经成功的主业是多么重要，以及重新进入一个全新的领域是多么艰难。扩大自己的能力边界，可能是人类身上固存的某种天性，所以我们不赞成故步自封，但扩充边界的过程，一定是以主业为圆心、递延而进的过程。也就是投资界常说的，在产业链的上下游间选择递进的方向。

很显然，刘经理违背了这条原则。

在新领域，没有定性，也无法实现定性

从产生转型投资的那一刻起，到一再碰壁最终铩羽而归，每一次的创业冲动都没有超过一年。在理发业，到目前为止，他已经坚持了近四十年，为什么计划开洗煤厂只有几天，开汗蒸店持续了不到一年，开火疗店则只有几个月，每次都是草草开始，狼狈结束呢？原因就是他不了解新的行业，不知道坚持的方向和前途在哪儿，“未知”使他望而却步。不是他天生不能定性——在理发业他就实现了定性，而是他无法定性——可以心高气傲，但生活是最好的老师，你只要违背了生活的规律，你就会四处碰壁。只有走在规律的道路上，你才能四通八达，路路通畅。

既不了解新行业，又无法坚持在新行业，克服掉新行业带来的前进壁垒，所以刘经理的失败是注定的。

一错再错，不能止损

由洗煤而汗蒸而火疗，看似一再纠错，实际上只是在不断改变错误的方向，不改错误的实质。建洗煤厂的计划因为投资过大，反而容易引起警惕，逼迫着刘经理进行了一定的调查和研究，最终决定放弃，还不失为明智之举。后来的两个项目，因为最大的损失额都在他的流动资产之内，反而放松了他的警惕，最终造成了重大的损失。由此可见，真正能给投资者造成重大伤害的，可能就是这样一些看起来并不起眼的投资——因为相信自己能负担得起损失而麻痹大意，最终造成现实的本金伤害。

最初我提出“坚守本业、移师县城”的建议时，刘经理手有余钱200万，买一套商品房、一套门面房，毫无积债，轻松从业，三五载之后，手中估计又会流动性泛滥。

这个建议至少有三个优点：第一能节省大量的时间成本；第二能节省大量的资金成本；第三能一劳永逸地解决家人的就业问题。

很遗憾，未能引起刘经理的重视和采纳。而后几经亏损，重新拾起这套方案时，本金已不足以承载上述全部计划。只好先买商品房而租赁门店。此后几年门面店价格大涨，最近两年虽然有所回落，但很明显，刘经理尚未攒足置业的资本。虽然生活比小城大多数人要富裕优游，但显然还没有从前几年的投资连续失败中完全恢复过来。想来让人惋惜。

没有分清自身优劣势

理发这个行业，如前所述，看似简单，却像吃饭喝水一样，几乎人人需要。进入门槛低，是其劣势，但从长远看，一旦进入，又无最高年龄限制，不像司机，到了一定年龄，国家会强制退出，所以这又是其天生的优势。如果他的孩子能把他的手艺学过去，当然再好不过，另立门户，另开山头，一家人会过得更自在。退一步讲，若学不到他这种地步，也无大碍，刘经理在健康的年限之内可以无休止地干下去。也就是说，从现在开始，再干几十年也是没问题的。几十年的财富积累，将是惊人的。我最近看了一份资料，北京一位叫靖奎的老爷子，也是位剃头匠，一干干了80年，直到101岁那年才正式收手。理发师这方面的优势，被他发挥得真是淋漓尽致。

总体上感觉，刘经理对理发这种技艺本身，有着很深的悟道，但对理发师

这个职业，还需要进一步深入的思考。

当然，好在最终他还是在现实的打击下醒悟过来。而今虽然还在疗伤，但已经重入正途，步入稳定盈利的快车道。

有时候去他那儿理发，谈及此事，我会半开玩笑半认真地给他以提醒：“看来，你还需要继续悟道！”

刘经理嘿嘿笑，自称对过去的失误反思很多。

嗯，不错，收心敛性，全力主业，这本身就是修行的深化、悟道的继续。

# 4　能力圈与护城河

讲述和分享理发师刘经理的故事，我们可以发现投资领域的一条基本规律：当你在熟悉的领域努力工作时，你就很容易成功，当你进入一个完全陌生的领域时，你就可能失去前进的方向，很容易遭到失败。

总结为一句话就是：范围之内的事情做得好，范围之外的事情不会做。这就是大多数成功与失败的共同秘密——这条规律当然包含着投资，但远不限于投资。

这段分析，很自然地，牵涉到了投资者在追求成功投资与理财时绕不过去的两个基本名词：能力圈和护城河。

对一般投资者而言，这两个名词应该不会陌生，从字义上也都很好理解，市场上相关的论述、著作，可谓汗牛充栋。我无意于在前人已经充分论述的领域拾人牙慧。因为本书主要是站在普通投资者的角度来看待和分析问题的，所以我今天探讨的也是“普通投资者的能力圈”和“普通投资者的护城河”，探讨的对象是投资者本身，而不是选择的企业标的。比如我们以前提到的《巴菲特的护城河》这本书，它研究的是“企业的护城河”这个问题，跟我所强调的“普通投资者的护城河”这个问题，虽有联系，但从方向和对象这两个方面看，都有着本质的不同。这一点，请读者朋友们一定注意。

## 普通投资者的能力圈

在理解能力圈方面，我认为，普通投资者应对以下三点格外注意：

第一，普通投资者的能力圈实际上是非常小的，不应过分高估和夸大自己。

人的认知就是一个圆，圆内是已知的部分，圆外是未知的部分。圆越大，人与未知的部分接触的面积就越大，也就意味着人的能力越大。这是能力圈的概念来源。但这个定义本身就包含着人类对未知世界的探索倾向。即为了实现能力的最大化，我们总是倾向于不断扩大自己的能力圈。这个倾向，使我们很容易对自身现有的能力圈进行扩大化的理解。尤其是股市投资者，一轮牛市行情，可能会使很多人财富暴涨，顺境时的乐观心态更容易助长自我的膨胀意识。

一个常见的现象：行情好时，尤其是趋势性的上涨行情到来，你买什么股

票好像都能挣钱。这就给投资者一个假象，认为是自己眼光独到、分析正确，也就能力超人。在这种时候，投资者很容易高估自己的能力，从而在想象中夸大了自己的能力圈。

刘经理就是一个典型的例子。他转型创业的打算，固然有流动性泛滥、为孩子择业等方面的客观原因，但更重要的心理因素，恐怕还是他在理发业干得风声水起，继而认为在其他行业同样可以做到风声水起。我记得他就曾经给我说过：“聪明人干什么都成，笨蛋干什么都不成。”这句话本身是没有错的，有些人的确干一事成一事，有些人则恰好相反，干什么什么不成。但这句话还是有一个隐性的前提的，即什么是聪明人，什么是笨蛋，这个需要厘清。我的理解是，能认识自己并把握规律的人是聪明人，事实上正是这些人总能成事儿，而不能认识自己并违背规律做事的人是笨蛋，事实上也正是这些人总是坏事儿。所以聪明人、笨蛋并不是指智力方面的因素。

研究表明，在社交方面，一个人至多能稳定地与150人保持关系。在投资方面，大师们给出的答案是关注的标的，不应超过10个。所以我在讨论组合的问题时，建议组合中的标的应是3到5个行业、6到10只股票。道理即源于此。

宏观政策、行业前景、商业模式、企业发展，这些领域看似简单，实际都深不可测。很多行业精英、企业经理，身处行业与企业之中，尚不能准确判断未来走势，更何况只有新闻和财报可看的普通投资者呢？所以对这些问题的认识和理解，作为普通投资者，我们更是小上加小。

一句话，你的能力圈天生就有极限，后天又受到种种约束，所以它远比你想象的、认为的、判断的要小得多。

你的能力圈，小得很、小得很、小得很——这句话很重要，对普通投资者而言，重复一万遍也不为过。

第二，越过能力圈和扩展能力圈是两个不同的概念。

探索未知的世界，是人类的本能需求。知道得越多，则意味着能力越大。对于投资者而言，能力圈越大，则说明了解和掌握的范围越广泛，那么抓取投资机会的可能性就越大。正是基于这样的推导，我们也可以说，进入股市的投资者，也天生地具有一种不断扩展自己能力圈的冲动。加上牛市的假象、幸存者偏差、财富效应的冲动等诸多因素的侵扰，投资者对未知的世界更有一种主动进攻的欲望。所以投资者常常会打着扩展能力圈的幌子，干出超越能力圈而去冒险投机的蠢事。

其实越过能力圈和扩展能力圈是两个完全不同的概念。越过的意思是做自己不能做、为自己不能为之事，就是俗话说的干超过自己能力范围的事。扩展的意思是站在现有基础上的稳步推进，是对已知部分的扩充和完善。前者脱离了已知，后者立足于已知。后者是对现实的尊重，前者则是对现实的背叛。

投资新手弄不明白这两者的区别和联系，所以常常把越过能力圈当成扩展能力圈，最终把自己撞得头破血流。芒格说："你根本不知道自己买的股票是什么，如何赚钱？"一语道破天机。在市场中长期亏损的朋友，绝大多数都是完全不知道自己在干什么的人。

第三，能力圈的扩展应遵循递延推进的原则，而不是漫天撒网。

能力圈注定会很小，超过能力圈和扩展能力圈又是完全不同的两个概念，那么能力圈到底还能不能扩展呢？答案当然是肯定的。但能力圈的扩展却必须遵循着"顺线而行、递延推进"的原则进行。所谓顺线，就是指要沿着你熟悉的行业这条主线，在上下游间寻找突围的方向，不要脱离得太远。所谓递延，就是要稳步推进，循序渐进。"心急吃不了热豆腐"。正是因为这个原因，巴菲特在挑选企业时，对那些总是跨行业、跳跃式、连续性进行并购的企业充满警惕。虽然类似的例子也有成功的，但更多的案例都以失败收场。投资的本质就是概率的游戏，不到万不得一，我们不应以牺牲大的概率为前提，去寻找小概率事件。企业发展的道理，同样适用于投资者能力圈的扩展。一万小时定律告诉我们，我们不可能总是拿一个又一个人生的五年，去构建新的领域，成为新的领域的领导者。从胶卷，到数码，到手机，这是一个行业的变迁。你看到有一家企业能从头吃到尾的吗？没有。主要原因就是企业的能力圈也没有你想象的那样大。所以对扩展能力圈，一个更经济的办法就是顺延着已经付出的一万个小时，在邻近的领域开辟天地，这样曾经付出的一万个小时，可能会跟新的领域有所交叉和重合，这样就会为进入新领域节省下八千或九千小时。

这段话的含意是：投资者不是不可以扩展自己的能力圈，但一定坚守递延推进的原则，切忌漫天撒网。

## 普通投资者的护城河

对于这个概念，我们又应当如何理解呢？在《投资大白话》中，在对比普通投资者和机构投资者的优劣势时，我曾把普通投资者的优势总结为"主动权优势""机动性优势"和"时间成本优势"三个主要方面。

"所谓主动权优势，是指普通投资者经营的是自己的钱，对资产的处置方面具有完全的自由裁量度。举个简单的例子：市场下跌时，基金机构为了

应对客户的赎回压力，可能出现虽然看好后市但必须卖出的情形，而普通投资者就没有这方面的压力。在2015年的股灾中，散户的这种优势与机构的这种劣势得到了最生动的体现。经历过这轮股灾的朋友应有深刻的印象。

作为机构来讲，主动权的负面影响除了源于客户，还受制于金融业各种规章制度的硬性规定。比如一般的偏股型基金都有仓位的最低与最高要求，这就决定了基金公司的持仓必须符合规定，不能逾越红线。但普通投资者就完全没有这方面的后顾之忧。在极度看好市场时，你完全可以自由决定满仓，在极度不看好市场时，又完全可以自由决定空仓。在本书的第四章《投资与安全》中，我们谈到好的投资标的，首要的一条就是资产的绝对控制权。以此为标准，在对个人资产的处置方面，普通投资者相比机构投资者，当然处于一种先天的优势中。

所谓机动性优势，是指相比于机构投资者，普通投资者资金量小，在买进卖出时更具灵活性。普通投资者可以把资金集中投入到自己看好的两三只股票中，在正常的市场状态下，可以随时进出，不会担忧出现流动性危机。而机构投资者资金量大，在建仓和清仓的过程中，必须打出提前量，徐进缓出方能保证充沛的流动性，否则就容易出现踩踏卡死现象。经典的案例同样频频出现在2015年股灾中，当时动辄千股跌停的场景现在想来还让当时被堵在市场里的所有参与者不寒而栗。相比于机构投资者，普通投资者显然又占据着绝对优势。散户有一句著名的口头禅叫：‘一秒钟满仓，一秒钟空仓’——腾腾爸虽然不赞成频繁波段操作，但这句话所反映的普通投资者与机构投资者在灵活机制方面的优劣性对比，却是生动形象的。

所谓时间成本优势，是指机构的运营资本多是加杠杆操作的，而普通投资者多是自有资金——正是为了确保不丧失这方面的优势，所以腾腾爸是反对普通投资者，尤其是‘股市三无人员’加杠杆操作的——这就意味着，一旦行情不好，资本金出现浮亏时，两者的持仓心理是完全不同的。机构一方面需要顶住可能的赎回压力，另一方面还需要为套牢的时间支付杠杆成本。在这种状况下，时间就成了敌人而不是朋友。相反，普通投资者在这方面就压力减少很多，应对的策略也可以很多：有资金的，可以根据形势判断，进行加仓补仓；没有资金的，可以调仓换股，采取积极进攻态势；没有资金又不需要调仓的，还可以采取最笨的策略——‘卧倒装死’——事实上，八成以上的老股民都这样干过。每当股市大跌后，总有一批有经验、有胆识的老股民，通过定投方式来不断地追加资本金、摊低持仓成本，在底部获得更多廉价的筹码，为下一轮收获奠定坚实的基础。”

有朋友看到这段话，曾经跟我探讨：这段话是不是就概括了普通投资者的护城河呢？我认为这是一种误解，至少在理解方面，有所偏差。我的观点是，上述三方面优势，如果运用得当，的确能成为普通投资者在交易操作

层面形成有别于机构的护城河，但是我们要看到，这些优势理论上能为一切个人投资者所拥有。所以，它还不具有最大的普遍性。

## 护城河的来源

每一个投资者欲想投资成功，都必须培养和具有独一无二的护城河。这些具有完全个人特色的护城河，必须来源于四个方面的因素：判断力、执行力、忍耐力、想象力。

### 判断力

对某事某物如何决断以及决断的正确程度，这就是判断力。但这份判断力来源于你的能力圈。而你的能力圈又有赖于你依据自己的学识、职业、悟性以及努力程度等诸多因素而综合形成。对能力圈之内的事情，你的判断力会相对准确，对能力圈之外的事情，你的判断力可能就只有蒙眼插飞镖的准确度了。因为每个人的能力圈不同，所以每个人都会有独具特色的判断力。普通投资者所要做的，就是努力建立并认识自己的能力圈，然后在能力圈之内对人对物形成一种能超越和不同于一般人的“第二层次思维”。

这样讲，多少有些抽象。我们还是拿刘经理举例。第一次给我理发时，他没有贸然动手，而是先看了我的脸型，摸了我的头型，在弄清我的头型、发质、文理以及我的职业、要求之后，他才开始动手剪发。理发后，我自己的通爽的感觉、得到的同事以及回家后太太的夸赞，都是以他准确的判断和定位为前提的。如果他没有这种判断力，也像其他理发师一样不假思索，上来就动手乱理一气，那么他的能力和水平又从哪里得以体现呢？

可以说，如果没有这种职业的判断力，刘经理很快就会同小城里那些平庸的理发师毫无二致。

### 执行力

成熟的投资者，有两件事情必不可少，首先得有一套完整的交易体系，其次在严格执行这套交易体系时，必须形成自己的交易纪律。这二者相辅相成，必不可少。二者的完全结合，就是投资者的执行力。

一个完整的交易体系，大致应该包含着四个方面：理念、策略、技巧、心态。不同的人可能会有不同的交易体系，但再不同的交易体系，都应该包含着这四个方面的内容。缺少任何一项，交易体系都将是残缺而不完整的，就会给自己未来的投资带来重大的隐患。我之所以强调这一点，是因为以我的观察，市场上众多投资者皆以追求策略和技巧为己任，把更为重

要的理念和心态问题抛之脑后。其实，理念是交易的源头，它直接决定着你未来的投资走向。而心态则是交易的保障。没有正确的心态，就没有正确的交易。杨天南先生曾说过：阐释专业知识或许并不是唯一重要的事情，我认为第一是理念，第二是心态，第三是专业知识。他这段话很深刻，但很可惜，市场中大多数人，并不是这样做的。

执行力另一个侧面的体现，就是看投资者有无交易纪律的养成。再好的理念、策略与技巧，均需要纪律的执行。看到很多人分分钟改变自己的交易计划，我就感到不可思议。瞬间改变自己的交易计划，在股神那里可能也是有的，但总是出现这样的事情，就只能看成是弱智的表现。而纪律的养成，需要长期的实践和摸索，很多时候，还有赖于性格的影响。同样的操作方法、心得技巧，有些人一学就会，有些人百练不成。主要原因不是智商，而在情商。一个人性格的养成，是过去所有人生经历的总结。不能不承认，因为性格的原因，有些人天生适合于股市投资，有些人则天生不适合在股市中淘金。在实践中判断自己适合不适合股市投资，这本身也应该是投资者修行的必然。若认为自己的确不适合进行股市投资，果断退出这场游戏，也不失为明智之举。

忍耐力

投资界有个著名的“二八定律”，即股市在投资者积极参与的过程中，有80%的时间是等待和忍耐，这段时间是不赚钱的，甚至是亏损的，只有20%的时间，股市是上涨的，也就是说，股市投资大部分的收益来源于这20%时间上涨的贡献。但股票市场最难判断的事情就是你永远无法准确预判那能贡献大部分利润的20%的时间何时会到。因此，在大部分平庸的时间里，我们唯一能做的，只有傻傻等待。

这种忍耐，主要的还是投资者面对困境时的心态管理。在投资理念、策略和技巧相仿的情况下，最后能决定投资结果的，就是投资心态了。最大的问题是克服掉上涨时的贪婪和下跌时的恐惧。调整心态，静待花开。

投资的世界，很多时候，可以用诗去装扮。

想象力

投资当然需要想象力，但我说的这个想象力，和当前市场上某些神粉口中的想象力不是一回事儿。A股市场向来有炒小炒新炒差的恶风，打着成长投资和想象力的旗号，做一些疯狂的事情。在我眼里，那是赌博，不是想象力。我说的想象力，是在能力圈、判断力、执行力及忍耐力等诸因素综合结果之上生发而成的意志力。

在别人都不看好的时候，你能坚持看好；在别人都满腔悲观时，你能坚持乐观；在别人都不敢买卖股票时，你能坚持买卖；在别人都纷纷放弃时，你能继续坚持。这种不同于常人的逆向思维和操作能力，就是你对未来股市的想象力。

决断力、执行力、忍耐力和想象力，这四个因素的不同组合，将会构成你别具一格的投资护城河。

到底什么是护城河呢？

一句话，做别人做不了的事，这就是护城河。

## 5　做自己力所能及的投资

对能力圈和护城河的分析和阐述，使我们认识到，投资原来也并不是一件可以随心所欲的事情。只有坚持住一些基本原则，投资才有可能获得成功。

能力圈和护城河理论给我们的启示是：只做自己力所能及的投资。

重要的有两点：

1.只做业务简单的、看得懂的投资；

2.绝不贸然向自己不熟悉的领域进军。

关于第1点，我们要说的是，A股市场中，目前已有3000多只股票，未来肯定还会有更多的企业上市，我们的可选择标的会更多更广。有些企业，业务很简单，容易为大众所理解，财报读起来也干净利索。比如贵州茅台，它就是一家造酒卖酒的企业。酿酒的原料是粮食和水，卖酒的价格一目了然。花多少钱进料，经营成本是多少，又卖了多少，什么价格，盈利多少，进项与出项两相一减，收工，完事儿。普通投资者，只要舍得下工夫，就能看得懂，算得清。对这样的企业，我们只要找到好的价格，抓住机会及时进入，投资就已成功大半。当然还有一些企业，业务或者非常新奇，或者非常复杂，一般投资者就是用心钻研，也很难把握得住，这显然不是普通人好的投资标的。为什么巴菲特投资的股票篮子里很少有高科技类企业呢？原因也在于此吧。连股神也不敢擅入的领域，普通投资者的胜率会有多少呢？

关于第2点，我们想提醒的是，想想我那位买船的朋友、想想理发的刘经理，这是两位失败的典型；再想想病房中的孔姐、想想姜家鸡汤中的姜老头，这是两位成功的代表，我们是否可以得出自己明确的答案呢？

# 第七章
# 司机开店：投资的进入与退出机制

单位里有一批辅警，待遇不高，交“五险一金”，拿刚符合全省最低工资标准的工资，每月1200来元。司机小王和他的太太，都是辅警，两人每月工资2500元。这样的收入，养家是很困难的。小王太太在工作之余，开了一家服装店，雇人经营，平均月收入3000元。时间久了，小王很不爽：自己一个大老爷们，养家糊口还得靠太太。终于有一天，在出差的路上，他对我说：“我想开饭店。”

# 1　开店分析

小王一说开饭店，我脑子里马上蹦出两个问题：一是你懂吗？二是你有时间吗？小王说："我干哥是干厨师的，以前一直在外打工，现在想回家开个饭店，本钱不足，所以找到我。开店后，我先理顺一下关系，以后只在下班后去店里，就像我太太打理服装店那样。"我没开过饭店，但对投资的事儿感兴趣，所以一连串地问了如下几个问题：

## 开店的疑问

第一个问题："你想在哪儿开？开什么样的饭店？"小王答："城南有一片商贸区，主营渔网渔具，生意很好，但缺少一家饭店。我们找了一家门面，上下两层，200多平方米。这两年大饭店明显干不过小饭店，所以我们自己定位在小本生意。以拉面为主，快进快出。同时考虑到小城人爱吃鱼的习惯，饭店二层再设几个单间。既能当成快餐店，也能当成小饭店。"

第二个问题："需要多少本金？"小王答："房子租了两年，租金每年3万，共花费了6万元；粉刷墙壁，修理门窗，置办门头，又添加了空调、电视，花费了3万元；购置炉灶厨具、桌椅板凳，花费3万元。除此之外，还需要几万块钱的流动资金，用于日常经营，包括购买食材、酒水、烟茶以及发放工人工资等诸项开支。总体需要十五六万元，我和干哥各拿8万元。小店开张，工人工资是支出大项。雇请拉面师一名，月薪4500元；大厨一名，月薪3500元，'二把刀'（主厨副手）一名，月薪2000元，三名端菜及打扫卫生的服务员，月薪每人1200元。目前还缺一名收银员，正在物色中，月薪怎么着也得千把块钱吧。另外，饭店经营全靠干哥，我准备也给他发点工资。发多少，还没有想好。"

第三个问题："买菜购物、置办其他消耗品，这个环节你是怎么打算的？"小王答："由干哥统一购置。"见我满脸狐疑，小王解释说："不用担心，我干哥从三岁起就拜我父母当干爹干娘，从小在我们家玩，和我一块上学、一块当兵。我父母是把他当亲生孩子一样对待的。我和干哥做生意的事儿，我父母也是知道的，反复交代要亲兄弟明算账，不会有错。"我问他："厨房里的事务，也是你干哥负责喽？"小王说："那当然。"我默默地点下头。

第四个问题："你们股份五五开，开业经营谁说了算？"小王答："都说了算。干哥是'业务出身'，但对外沟通不如我，所以他主内我主外。"我忍不住追问："两人都说了算，有分歧怎么办呢？"小王很不以为然地说："商量着办啊。他是我干哥啊，还非得分那么清吗？"我反问："你父母不是交

代‘亲兄弟明算账’吗？”小王答：“这是说每天打烊后，必须当天的账当天算清，并不是说要我们争权夺利呀。”

第五个问题：“预期利润怎么样？”小王答：“生意好的话，一年就能回本。”我问：“要是不好呢？”小王答：“怎么会不好呢？不会不好的。”嗯，不出所料，这个问题，小王压根儿没有考虑。

## 六点分析

谈话到这里，我忍不住分析：

第一，在业余时间开创新的事业，增加收入，从投资理财的大战略上讲，是没错的，但选择饭店这个行业，让我担心。中央八项规定出台后，县城里很多原来生意兴隆的大饭店纷纷倒闭了。剩存的饭店，也都绞尽脑汁，各出奇招。总体上看，这是一个进入门槛不高但竞争非常激烈的行业，不可过分乐观。

第二，你对这个行业完全陌生，所有的经营事务全部有赖于干哥，而且你和他股份平开，将来很容易造成管理方面的矛盾和冲突。

第三，明面上可以像你说的，有分歧，商量着办。但要想实现这一点，你在饭店的经营上，必须卡住自己的位置。

我认为第三点是最核心的问题，所以讲得特别详细：开小饭店和工厂，在经营管理的程序上，没有任何区别。工厂开业后，得先进原料，然后送到车间生产，做好产品后还得有专人销售。所以供、产、销是企业经营中最核心的三个环节。如果这三个环节控制不好，工厂就很难开好。你的小饭店，也是如此。到菜市场购货，这是供（进）；拿到厨房里做菜，这是产；食客进餐，餐后收银，这是销。要想成功，最重要的就是在这三个方面下工夫。你是怎么做的呢？拉菜单、买菜，你得靠干哥；找厨师、做菜，你得靠干哥。供、产、销三个环节，你已经在前两个环节上丧失控制权了。最后一个销上，你必须控制住。收银员，必须亲自找，最好找你自己的亲友。总之，不能再委托干哥。

第四，饭店的定位有问题。要么开拉面馆，走快餐店的形式；要么开正经的饭店，走雅间的形式。现在好像是扩大了潜在的服务对象，实际上是战略定位不清晰。

第五，成本控制有问题。正因为既做拉面又做炒菜，所以你的厨房里有两套班子、两个主厨，光工人工资，每月就得支出13600元，这还不包括你干哥和收银员的工资。

第六，分红制度也有问题。既然股份五五开，分红应当平均。要么你们都不领工资，光拿分红，要么都拿工资，然后再分红。现在他拿工资领分红，你只拿分红，没有工资。这是显失公平的。

小王听后，笑嘻嘻地说："开个小饭店，考虑那么多干吗，走一步看一步呗。"

## 三个标本

小王的这种反应，让我很担心。既然无法说服他在控制和管理方面加强力度，我就想在单纯的店铺经营上给他一点帮助。

我选了三个样本——都是小城里一些著名的小吃。

第一个样本，姜家鸡汤。以前已经重点分析过了，不再多说。

第二个样本，杨家拉面馆。小城共有五家拉面馆，生意最火爆的就是杨家。经营范围极为简单，主营拉面，配菜只有一道，辣椒调牛肉。铺面连厨房加大厅有六七十平方米。大厅里有七八张小方桌，过道里还塞着两张，满打满算十张桌子。但从中午十一点到晚上八九点，始终爆满。客人进店，从吃到走，不超二十分钟。一个拉面师，两个端盘子的服务员，兼职打扫卫生、收拾碗筷。老板娘站在厅里既招呼客人，又指使服务员，自己还兼职收银员，一手托三家。服务对象主要是普通工人、附近居民，但因为口味独特，远近闻名，各阶层人士都有光顾。

第三个样本，是一家甏肉干饭。甏肉干饭是我们这儿有名的地方小吃。一口大锅，里边炖着大肉、排骨，也炖着各式青菜，还炖着鸡蛋、豆腐皮等其他食材。客人进店，一块大肉或一块排骨，五块钱；一碗青菜，两块钱；一只鸡蛋，一块钱；一碗米饭，一块钱；一碗稀饭，五毛钱。吃撑，满嘴油，加起来不到十块钱。服务对象也是工薪阶层。店面只有三四十平方米，密密麻麻摆着七八张小方桌，客人像吃流水席一样滔滔不绝。老板娘就是主厨，站在大锅旁，不停地从锅里往外盛菜，又不停地往锅里添菜。手下有两三个端菜的服务员，也是一边端菜，一边收拾碗筷、打扫卫生。老板负责收银，同时也兼职招待客人、安排起坐、指挥服务等工作。

出差归来，我带着小王，反复光顾这三家小店。然后给他分析这三家小店的成功之道：一是业务简单。姜家鸡汤就是鸡汤加油饼，杨家拉面馆就是拉面加牛肉拌菜，甏肉干饭就是米饭加碗菜。业务简单，投资很小，傻瓜式经营。二是定位准确。主要服务对象都是普通百姓。不高大上。正因为不高大上，接地气，走的是快餐店风格，依赖的是大众消费。衣食住行，看似很小，但完全不会受诸如八项规定这样的事件性影响。三是成本控

制。店面都不大，员工都不多，老板都一身兼数职。租金、工资、食料成本等诸项投资，都被压缩到最低。四是运转高效。流水席，薄利多销，走的是量。一碗米一碗菜可能只挣两块钱，一天两千碗就能挣四千元。这样的生意，看似不起眼，总体利润极大。

餐饮业，三个数据非常核心：一是回头率，二是翻台率，三是坪效。根据我的分析，这三家小店，这三方面数据都做到了极致。所以赚钱很容易，亏本很难。针对小王存在的问题，我额外向他强调了控制权的问题——这三家小店，老板都既是指挥员，又是战斗员，在产、供、销三个环节上，都牢牢抓着控制权。

## 前景展望

过了几天，我问小王饭店收银员的事情物色得怎么样了？小王答："还是让我干嫂干吧。"我一时发蒙，问："你哪个干嫂啊？"小王答："我干哥的太太呀。"我大叫一声："你这样不是产、供、销三个环节全部假手他人了吗？"小王答："我找不到人，我干哥又跟我说了好几次，我再不答应，就不好了。"我不甘心，问这两口子的工资是怎么定的？小王答："干哥月薪3000元，干嫂月薪1500元。"我心里默叹：嗯，不错，这算是又多请了一个工人、一个大厨。小王开一家小饭店，算上他自己，杂七杂八共有员工9人，光大厨就相当于请了3套人马，每月仅员工工资一项就需要1.8万元。一家顶姜家鸡汤、杨家拉面、甏肉干饭三家。这样的人员配置，什么样的生意搞不砸呀？

饭店开业那天，我和一帮同事一块去给小王捧场。回来的路上，有同事问我："你认为小王开饭店这主意怎么样？"我答："这家饭店，经营上很难好；经营好的话，小王也未必能赚到钱。"同事们都很奇怪，问我何出此言？我笑，答："这是后话，三五个月之后，我们再来分析，现在能做的，只有观察和等待了。"

## 2　开店经过

### 矛盾初显

小王给饭店起了个比较大众化的名字，叫“老百姓拉面馆”。刚开业时，人来人往，热闹非常。最多的一天，营业额达到了6000多元，最少的一天，也有2000多元，取中位数4000元计算，一个月的营业额12万元。毛利率30%的话，收入36000元，去掉工人工资剩18000元。二人平分，单方9000元收益。

小王跟我算这笔账的时候，脸露得色，合不拢嘴。同事中，有人质疑我当初的判断。我说：“不急，这才几天，还需耐心观察。”

实际上，这时候我对小王开店的前景分析，更悲观了。通过亲身体验，我观察到了一个细节：为了捧场，我们科室里的同事经常到小王那儿吃午餐。每次去，小王都安排那位收银员——也就是他的干嫂——给我们上两盒香烟。我发现，这两盒烟，是不记账的。前两次，小王干嫂笑容满面的。后来的一次，面无表情，小王吩咐她拿烟时，她懒洋洋地不愿动。我跟小王说：“你免费给我们上烟，是不合适的。一定要记上账，要么我们结账时付清，要么记到你头上，分红时扣出来。”小王满不在乎地说：“没事，我干哥也会来很多朋友，也是这样办的。再说，干哥本身就是个大烟枪，平时抽烟都是在吧台上随手拿的，我也没管过他。”

这事给我留下了非常深刻的印象。第一，它充分暴露出管理的漏洞。香烟虽小，反映出的问题很大。第二，干嫂的神态举止，暗示着双方的分歧已经产生。也许小王还没感觉到，但在他干嫂那边，已经单方面产生。原来我认为问题的暴露会在三五个月之后，现在看，大大提前了。

果然，有一天小王坐在我办公室沙发上，突然若有所思地说：“要是这么好的生意都不赚钱，不就成笑话了吗？”我问他何出此言？小王说：“账目算不清了。刚开始还好，每天花多少钱买多少菜，干哥都给我说，晚上打烊后，干嫂也会把全天收银情况总结一下，算清记账。从前几天开始，他们慢慢表现出不想给我说的样子。总是以麻烦为借口。天天算一次，有时候的确算不清。比如烟酒，进项和出项就总是对不起来。开始我想也很正常吧，我们两个来了朋友，感觉都是来捧场的，不上点烟酒什么的，不好意思。后来我发现，这个洞太大了，不可能我们进的酒一瓶都没有卖出去，全送朋友喝了吧。这两天，干哥老是在我面前念叨，说‘别看生意看起来热闹，利润率很低的，弄不好不赚钱呢’。说一遍，我认为开玩笑，老是这样说，什么意思吗？”

我笑，问小王：“你觉得是什么意思呢？”小王没有正面回答，反问：“您觉得我们的生意怎么样？”我答：“天天满客啊。”小王说：“就是啊，这样的生意都不赚钱，那以后万一客人变少了，不就亏钱了吗？”我问：“我们前几天估算的那笔账不是挺好的吗，你干哥怎么看待这个问题？”小王答：“干哥说，我们把毛利率定高了，真实的毛利率可能连20%都不到，也就10%多一点吧。”

这个问题，我以前在网络上搜索过，餐饮业30%的毛利率已经偏低了。经营好的，能达到70%。如果毛利率只有10%，这桩生意还怎么做？

种种迹象表明，我以前担心的所有问题，都开始暴露出来。我的建议是：这时候说什么都没用了，先沉住气，到月底结账的时候，看什么情况再说吧。

## 好生意不赚钱

到了月底，小王催着算账。干哥告诉他：“算什么呀，又没赚到什么钱。”得到这个答案，小王着急了，跑到我身边，两手一摊：“这可怎么办呢？”我给小王做了如下几点分析：

1.生意很好，但是不赚钱，不报账，这只能说明一个问题，你在小店的管理上，完全失控了；

2.失控的原因，是因为你从开始就没有抓住核心的管理权；

3.若想改变被动局面，必须针对漏洞，改变管理模式，只有规范起来，抓住其中重要环节，你才有可能重新夺回位置，不被彻底边缘化；

4.你干哥干嫂已起异心，即使抓回管理权，你自己懂管理、懂经营吗？

分析到此，小王已经满脸焦急了，一迭声地问：“那怎么办呢？”我的答案是：“如果抓不回控制权，干脆退出。”

## 谋划退出

听到“退出”二字，小王眼前一亮，但马上又犹豫起来：“都是亲戚，我怎样才能退出来呢？”

我继续给他分析：

你得先搞清楚你干哥的心理变化。当初他想开店，本钱不足，找到你。饭

店开张，生意好了，又感觉吃亏了。在他眼中，你光出资，什么都不干，月底还得一块分红，有甩开你单干的想法。当初是他找的你，现在很难开口，故而在行动上，开始不停地给你增加压力。先是不报账，然后是放风说不赚钱，最后再给你摊牌就是不赚钱。现在他就等着你开口提议退出。所以，你退出是不难的。他不会拦着你。

既然你也不好意思直接提出来，那就逼着他做个选择吧。首先，找到你干哥，跟他商量——生意这么好，却不赚钱，怎么回事呢？然后再问他，怎么办呢？让他提意见。如果这个时候他还不愿开口，你就提出你的方案。你的方案一定要有两套。第一套，就是堵漏洞，改变经营思路。三个方面：一是买菜，由厨师拉出菜单，让卖菜的往饭店里送。不让你干哥自己干这个活了。这样便于互相监督。二是收银时，用微机打小票，无论多大多小的支出，都记录在案。这样方便清算收入。三是改变分红方式。你干嫂作为收银员，应该领员工工资。但你干哥跟你一样，都是专搞管理和经营的，要么都拿工资，要么都不拿工资。这样分红就相对公平了。第二套，就是以不懂饭店经营为由，你退出，你干哥单方接手继续饭店。

这两套方案，第一套是虚的，你干哥干嫂肯定不会同意。第二套是实的，是你干哥希望看到的结果。所以在提方案时，一定得先提出第一套。如果第一套方案提出后，他对这三点都能接受，那就继续经营，也达到了你的目的。将来哪怕饭店开亏了，也亏得明明白白。但以我的分析，你干哥干嫂肯定不会接受。待商量不拢时，你再提出第二套方案。我估计，他会求之不得地答应你。这样，他将来就不会埋怨你甩手走人了。因为有了这样一个商讨的过程，亲朋好友也就不会误解你了。

这个方案充满了心机，没办法，中国人的世界本来就很麻烦。想做成事情，还不想得罪人，只好拐个弯，给彼此找个台阶，含蓄应对。

小王大笑："这个方案好，我就这样办。"但是话锋一转，又担忧道，"当初他是因为没有钱才找我合伙的，现在我要是退出来，他上哪儿找钱来还我的本金呢？"

我手一摊，说："这不是我们思考的问题。既然他想单干，应该已经考虑过了。肯定不会再吞你本金的，毕竟是干兄弟，他现在不是也不好意思跟你开口吗？"

小王谈判去了。第二天喜滋滋地跑过来，说："跟你预想的一模一样。提出第二套方案时，我干嫂都笑了。但他们也跟我说，我那8万块钱本金，他们一时拿不出来，只能先还3万，剩下5万，算是贷我的款，他们边经营饭店边付我利息，两年后再把本金一快还上。"

我问签书面合同了吗？小王答：“签了，每月利息1100元。”我从民法的角度，给小王进行了一下分析：“以前你们达成的那个口头合同，是合伙合同，现在签的这个书面合同，是一种借贷合同。看起来，好像你有5万元没有要回来，实际上两个合同的性质悄悄地发生转变了。以前你们是合伙关系，现在你们成了债权债务关系，你是债权人，他是债务人。以前做生意赔了的话，你们共同承担损失。以后他不还你钱的话，你可以拿这个合同去告他。前后对比，二者的法律地位是完全不一样的。”

## 退出后的分析

退出后，小王还曾经流露出一种落寞的神情：“唉，忙了这几个月，竟然这样收场？”又叹息，“生意这么好，居然不赚钱？”

我安慰他：

第一，你们当时的合伙方式乃至经营模式，注定了今天的结局。第二，今天这种结局，还算是圆满的。你从一场注定失败的投资中全身而退，没有一点损失。你干哥也解决了小店的股权问题，从此可以安心经营，他完全有机会重新改变小店的经营模式，说不定就成功了呢。你相当于贷了5万元出去，每年收股息1.3万元，这个股息率已经高到逆天了，而且还是月月付息。你干哥之所以给你这样高的股息，除了没钱，更重要的因素是愧疚。所以愿意从经济上对你进行一些补偿。从这个角度讲，他还是不错的，有见利忘义的成分，但也是在商言商，遵守了资本的规律，你不应对他再有怨气。

小王听了我的话，长吁一口气：“这样就好了，以后我跟那家小店就彻底没有什么关系了，它经营得好坏，也跟我没有任何关系了。”我笑，答：“你还是盼望着小店能经营好吧，只有经营好，你的债权才能得到充分的保障。”

小王问我：“这家小店将来真的无法经营好吗？”我答：“如果按现在的状况，我的确不看好。刚开业，顾客很多是亲朋好友，其他客人能否被吸引成回头客，还是未知数。尝试和新鲜感一过，可能就会归于平庸。当然，现在困扰小店最大的控制权问题已经解决，如果能对小店进行全面改变的话，也许还能发展好。这样，就成一种双赢的局面了。”

小王开店的故事，过去了整整一年。前两天我为写作此文，专门询问小王：“你干哥的饭店怎么样了？”小王答：“您判断得真准！生意越来越不好了，最近他经常抱怨自己开店还不如以前打工赚钱。他把拉面师辞了，只留一套做家常菜的人马，服务员也只留下一个。”

我点点头，答：“这样改变之后，主营业务和成本控制两个问题，也都得到改善，剩下的就是解决口味和培养回头客的问题了。但总体上看，这是一个比较平庸的小店，无法和姜家鸡汤、杨家拉面、鬆肉干饭这些店铺相提并论。”

小王看看我，我们相视而笑。

# 3　开店的启示

小王开店，前半部分准备不足，应对不当，逐渐陷入困境——借用股市投资中的一句行话，这叫“套牢”；后半部分精心准备，应对得当，又成功地摆脱困境——这叫“解套”。可谓“一半是海水，一半是火焰”。

## 温故而知新

小王失败的教训都有哪些呢？下面，我们尽量用以前探讨过的知识做一分析，也算是一种复习吧。

进入一个完全陌生的领域，违背了“能力圈”原则

小王毫无开饭店的经历，对这一领域一无所知，而且还不虚心学习，投资完全靠热情、勇气和想象。这是他开店失败的根本性原因。这一点，小王犯了和理发师刘经理一样的错误。当然，进入新的领域，并不必然意味着失败。前提有两个，一是循序渐进，二是善于学习。在刻苦学习的过程中，由浅及深地推进。普通投资者，资金有限，个人风险承担能力较弱，在没有充分调研和精心准备的基础上，重金一头扎进一个自己完全不懂的世界，失败的概率一定远远大于成功的概率。这种情形，跟股市投资中很多新入市的朋友一样，对自己买的股票背后那家企业是干什么的都不知道，却凭着勇气和想象，全仓、重仓于一两只股票，风险能不大吗？成功只是小概率，失败才是大概率。

定位错谬，违背了简单性原则

好的投资，业务未必复杂。像姜家鸡汤、杨家拉面、鬏肉干饭，以及双桥理发店等案例，都遵循了业务简单、专业精通的原则，逐步建立起了自己的护城河。小王开饭店时，既无专业设计，又无成本计算，仅凭意象，贪大求全，既想抓大众消费，又想走高端消费，两边发力两边不讨好，反搞成“两不像”。巴菲特一再提醒我们，一定要注意那些大搞跨界并购扩张的企业，因为投资历史表明，这类行为失败的案例远多于成功的案例。投资是一件追求高概率的工作，普通投资者更不应该把自己有限的资金放在押大猜小的赌博上来。贵州茅台、万科、双汇发展这些优秀的企业都是主业简单的，这是它们能够成功的秘诀之一。恒大也曾大举进军粮油饮料行业，苦战多年而无利所得，最后只能贱卖资产，重新专心房地产主业。很多时候，简单即意味着专注、专业，复杂即意味着决定成败的局限条件多，成功的概率因之而小。企业的扩张应该围绕自身的主业进行，在产业

链上下游寻找机会。普通投资者进行投资，也应遵循由简而繁的方式进行。这和循序渐进扩大自己能力圈的道理相同。

没有抓住核心控制权，违背了投资的安全性原则

我们在第三章中谈到，安全的投资首先必须具有高度的支配性，然后才是流动性、收益性、稳定性。支配性、控制权在投资安全方面是第一位因素。小王开店，生意明明很好，为什么却丧失了完全的主导权？原因就在于他在关键环节中假手他人，而且是假手同一人，无法对投资进行有效的支配。这是他失败的直接原因。在很多大企业的经营中，也常常发生控制权的争夺。最近发生的一起案例，就是轰轰烈烈的万科股权之争。表面上各方势力是在争夺股权，最终的指向都是企业的控制权。王石之所以对宝能的“入侵”激烈地排斥，主要原因还是害怕丧失企业的控制权。谁掌握了实际控制权，谁就掌控了企业。这是基本常识。

对于普通投资者的理财投资，我反对投入于“高利贷”，也不太赞成重仓P2P，主要原因也是基于安全性方面的考虑。高利贷冒着道德的风险、法律的风险、本金完全损失的风险，看似收益很高，实际上非常不经风吹浪打，一旦有失，追悔莫及。P2P在发展之初，还有诸多不完善的地方。尤其前几年，网上借金融创新之名、行诈骗之实的案例不胜枚举，几乎酿成影响全国金融稳定的重大事端。投入于它，也是将命运假手他人，无法做到有效控制。当然，我并非完全否定这个行业，我只是在这个行业野蛮生长的草创时期保持警惕。在2014年各类P2P大行其道时，我即在网上发文明确质疑这类金融创新方式，提醒风险。我质疑的主要理由，就是在资质不明、事实不清、流动性不保的前提下，投资者投入的资金是没有支配权可言的。这是安全的大忌。后来的事实，证明了我的推测。目前国家正在规范这个行业的发展，整顿之后，安全性提高，可根据情况，适当投入。

感情用事，违背了理性投资的原则

投资的本质就是投入资金和劳动，创造出新价值，“让钱生钱”。其间，充斥着资本的运作。资本的本性就是获利，并尽可能多地获利。所以投资既需要遵守投资所固有的理性原则，也应尊重和顺合资本的本性。人伦感情可以影响但绝不能代替理性投资，也无法改变资本获利的本性。对我的提醒和质疑，小王最常用的反驳逻辑是“我是在和干哥合伙做生意”，其潜意识就是“他怎么会为了钱而坑害我呢？”完全把私人感情和理性投资混为一谈。他忘记了与他合伙的人是为了赚钱才跟他合伙的，不是为了跟他成为亲戚才合伙的。他的钱与干哥的钱，从投入的那一刻起就化身成了资本，逐利和尽可能多地逐利才是它的本性。在这个方面，人类的道德和感情，可以和它交融或并行，但永远无法彼此替代。至少在投资的过程之中，不

能彼此替代。我们国家和民族曾经历过一段“大炼钢铁”的荒诞时代，其最终失败的原因，就是用感情代替了理性，违背了投资的规律和资本的本性。这一点，前边的章节并没有专门的谈到。在这里提出来，供大家借鉴和思考。

总结新知

当然，小王后续的退出，又给我们提供了一些有益的经验，主要有两点：

及时认错、纠错

投资无法完全避免犯错，关键是对待错误的态度需要端正。简单地说，就是投资不怕犯错，就怕有错不改错。小王是比较聪明的，从最初的创业激情清醒过来后，对风险的感受比较灵敏。及时地认识到错误，积极地进行纠错，这是他避免犯更重大错误的基础保障。

抓住关键，应对得当

小王退出的过程稳妥、顺利，退出后的效果也完全符合预期，之所以能做到这一点，是因为他看准了问题的症结所在，抓住了解决问题的关键。时机上，他选择在饭店生意看起来最好的时候；谈判时，紧紧抓住生意伙伴私心泛滥、急于整体接盘的心理；在结果导向中，以我为主，尽量符合个人利益与愿望。可以说，退得及时、体面、策略，符合双方利益，皆大欢喜。

## 决策机制

在整本书的写作中，我比较重视小王开店这个案例。主要原因就在于它能从多个侧面论证我们以前学过的知识点，同时还牵涉到有关投资的一个重大的基本问题，即投资的进入与退出的决策机制。

任何一类投资，都需要一套整体的评估体系，这套体系包含着两个方面：一是进入；二是退出。我能进入什么样的行业，经营什么样的主业，什么时候进入比较好？这些问题，属于投资的进入评估体系。进入之后，能达成什么样的收益，在什么样的情况下退出？这类问题，属于投资的退出评估体系。有进有出，二者结合，一个完整的评估体系才能完善建立。

对于股市投资而言，“何时买？”“买什么？”“何时卖？”这三个问题，会贯穿于投资者买卖股票的始终。

我们以前探讨好行业、好企业的标准，解决的是“买什么”的问题，现在需要解决“何时买”“何时卖”的问题——对这个问题的简单回答是：在标的价格合理或便宜的时候买，在其价格高或明显高的时候卖。那么什么是便宜，什么是贵呢？这又牵涉到了股市与股票估值与定位的问题，以及在估值与定位之间寻找具体标尺的问题。接下来，我分三小节，讲解下列三个事关投资进入与退出评估机制的问题：

1.估值；

2.定位；

3.标尺。

# 4　估值

股票投资者常挂在嘴边的一句话："碰到优质好股，估值不高的时候买入，估值高的时候卖出，这样操作就行了。"说起来简单，关键是什么叫低估，什么叫高估呢？

为企业估值，传统上有两种方法。

## 盈利端估值

从企业盈利的角度进行估值，这是第一种常用方法。

企业盈利能力强，则企业的估值就应该高；企业盈利能力差，则企业的估值就应该低。比如同样投入的甲、乙两家企业，都是投入1000万，甲每年盈利200万，乙每年盈利100万，甲的盈利能力是乙的两倍，则甲企的股票估值从理论上说就应是乙的2倍。按照这个思路，人们发明了市盈率（PE）这个概念，也就是每股股价与每股盈利之比。每股盈利分前期收益与当期收益，因此选择使用的收益分类不同，PE又分为静态市盈率和动态市盈率两种。

### 名义与实际收益率

在市盈率这个概念发明之前，人们使用资产收益率来衡量企业价值。所谓资产收益率，是指盈利与资本的比率。比如上述企业甲，1000万的投入200万的盈利，则资本收益率就是：200÷1000×100%＝20%。

很简单吧？看起来是很简单，但简单往往是因为你对它理解得还不够深。使用这个计算公式需要注意一个问题：企业每年或每月、每季过往的盈利是确定的，但企业的资本站在不同人的角度却有不同的选择。什么意思呢？还是以甲企业为例，它200万的盈利是确定的，这个是无法改变的。但站在企业经营者和股票市场投资者的角度而言，投入的资本额可能是完全不同的两个概念。对企业经营者来说，我投入了1000万，我的投入资本就是1000万，所以对我来说，这家企业的资本收益率就是20%。但是对股票投资者来说，显然不是这样，因为企业的每股股价×总股本之后，企业的市场估价可能远大于经营者的初始投入资本。比如甲企业的市值是4000万的话吧，也就意味着股票投资者欲想获得这家企业的所有股权，则要付出4000万的代价，而不是经营者投入的1000万。那么此时对股票投资者来说，资本收益率就变成了：200÷4000×100%＝5%。

因为股票市场的存在，溢价成为一种常态，市场报价和企业真实的资本投入往往不是相等的。这就让资产收益率这个概念，对不同的人有了不同的含意。为了区分，我们把站在经营者角度计算出的资本收益率称为名义收益率，把站在股票投资者角度计算出的资本收益率称为实际收益率。

很多菜鸟级投资者一听某某企业资本收益率高达多少，就像苍蝇闻到了血一样轰轰飞过去，完全没有理会市场的溢价有多少，也就是说，没有计算出它的实际收益率是多少。这是多么大的错误啊。对投资者来说，更重要的计算，是实际资本收益率。名义收益率再高，只与企业经营有关，股价被大众追捧过甚，致使实际收益率骤降，这样的生意不是好生意。

市盈率及其优缺点

仔细观察一下实际资本收益率和市盈率的计算公式，不难发现，二者原是一种倒数关系——没错，实际上这就是市盈率的由来。起先人们在通过盈利为企业估值时，是只计算资本收益率的，后来投资股票市场的人们嫌弃名义、实际转换的烦琐和陷阱，干脆把实际资本收益率的计算公式倒过来，为这个新计算出的数值起了一个好听的名字，叫市盈率。市盈率的妙处，是直接用投资者的角度来思考和分析问题，计算公式中体现出了投资者最关心的市场股价这个变量。

但是任何事物都是有两面性的。它在克服一种旧的弊端的同时，可能也会带来一些新的问题。市盈率发明后，人们发现股价是没办法造假的，它就体现在股票市场无时无处不在的报价机制上——现在的投资者在手机上随便扫一眼，在零点零一秒间就能确知某只股票的价格。也就是说，随时随地波动的股价是很难造假的。于是在每股盈利上开始动起了脑筋——各种各样的财务造假，手法看似繁复，其实不外乎两种，要么在盈利端造假，要么在资产端造假。经营者可以通过调节账款、计提损失等方式来调节当期收益，也可以通过售卖资产等一次性损益的方式来调节收益。总之，手段手法多种多样吧。更让人悲催的是，这些手段手法可能还是合理合法的。比如2015年的牛市行情中，雅戈尔就通过计提损失的方法，合理地隐藏掉了10亿的地产收入，然后在次年一季度财报公布的时候，又通过账款调节的方式，通过地产收益这块把这个10个亿的收入释放出来。如此算来，前一年雅戈尔的市盈率准确否？后一年的市盈率又准确否？

所以，在使用市盈率这个指标对企业进行估值时，投资者需要注意的问题是不少的。不分析财报，不长期追踪一家企业，对这家企业的市盈率估值很难准确到位。话再说回来，即使长期追踪，也未必全然了解这家企业呢——这就意味着，估值不可能是一件百分之百精确的事情。投资者对此认知，一定要铭记于心。

注意事项

用盈利的方式为企业估值，人们需要注意两方面问题：

一是盈利方要注意去掉非经常性损益。如企业通过售卖资产获得的利润，这样的收益往往是一次性的，不具有持续性。至于企业经营方对于利润的波动调节，我们实在无法阻止，只能被动接受，但投资者对经营方的此类行为多加分析，判断是否恶意作假，对于投资决策的选择还是大有裨益的。比如一家亏损的企业通过“左手倒右手”、自家货卖给自家、增加应收账款的方式增加盈利，就是一种严重的欺骗行为。投资者阻止不了，但可以用脚投票——碰到这样的骗子公司，我们还是跑吧！

二是在谈到资本收益率这个概念时，一定要注意区分名义与实际的区别。对于投资者而言，参考进股价变动因素的实际收益率才是最应该关心的。这是市盈率产生的原因与意义所在。

## 资产端估值

从企业资产的角度对企业进行估值，这是第二种常用方法。

这种方式独为基本面分析者所好：一家企业值多少钱，扒拉扒拉净资产，心里就差不多有数了。就像到菜市场买一条鱼，首先要做的，一是询价，二是称重。商量好价格，称好重量，二者相乘，交钱走人。为了简化计算，方便交流，再考虑到股价的因素，人们又发明了市净率（PB）这个名词，其计算公式是：

市净率＝总市值÷净资产总额＝每股股价÷每股净资产

用净资产或者说市净率为企业估值，优点是简单，好记，一目了然。但缺点同样很多。最为世人诟病的是，企业的价值不仅仅体现于资产。比如同样的100万美元，放在巴菲特手中，和放在王二傻子手中，资产数量是完全一样的，实际使用价值却是完全不一样的。王二傻子越吃越少，巴菲特越赚越多。企业的经营同样如此，资产相同，创造的价值完全不同。也就是说，净资产估值法，只考虑到了资产的因素，而没有考虑经营者、劳动者、专利、垄断权等非物质资产。对有些企业来说，后者往往更为重要。投资者投身股海，一味地盯紧PB值，一不小心，也很容易掉进坑里。

## 第三种方法

如果不从经营者的角度，而仅仅从股市投资者的角度来分析和看待问题，

那么决定股票市场价格的因素，主要有两条：一是企业的基本面。包括企业资产、经营能力、企业文化以及盈利能力等方方面面。二是市场的基本面。包括经济周期、货币环境、财政政策等诸多宏观因素。粗暴一点，可以把上述两个因素简单归纳为“业绩＋货币”。业绩好的企业，估值应当高；反之，估值就应当低。同理，货币多的时候，估值应当高；反之，估值就应当低。传统的两种估值方法（PE或PB），都是立足于企业基本面，并没有计算进社会货币量对股价的影响。事实上，社会货币量对股价的影响又是立竿见影的。

正因为这方面的考虑，我在《投资大白话》中，为读者朋友们提出了第三种股票估值方法——“股息率＋利率”估值法。其基本框架是：将股息率和社会无风险利率进行比值计算，然后乘以当期股价，即可推算出未来无风险利益变化后的股票估值。这番演算，我在《投资大白话》中以雅戈尔为例，作了详解，这里不再多说。只谈优缺点。

优点是：1.简单，实用，好计算，小学四年级水平即可胜任；2.充分考虑进了股息、货币利率以及股价等内外多重综合因素的影响；3.通过选取股息的方式，规避了企业基本面的分析，对投资者的财务分析能力、商业洞察力要求不高；4.事实上，我推出这种估值方法的本意，就是为“没知识、没经验、没脑子”的股市“三无”人员准备的——它是站在市场中绝大多数人是普通人、凡人的认知现实提出的。

缺点是：1.只考虑了股息率的影响，没有考虑分红率的影响，因股息率可能通过调节分红率来进行干预；2.只考虑了成熟稳定型企业的估值模型，而没有考虑进成长型企业的估值；3.过于简单粗暴，让精通数理分析的数学专才们难以接受。

经常有网友问：“腾腾爸，用你这种方法为企业估值，好像只对你的雅戈尔有用——比如对从不分红的互联网企业，就完全没用哦，何解？”每当看到这样的提问，我就哭笑不得。因为我这种估值方法本来就不是为互联网企业打造的。它的使用，当然也是有前提的：1.它只对有长期稳定分红的企业有效；2.它只对稳定成长的企业有效；3.它只是一种粗略的估值方法，不要把它教条化使用；4.它提供的只是一种思考方式，是我们今天在书中推荐和探讨的整个交易体系中的一环；5.它需要和其他选股标准与原则系统化使用。

我提供的第三种估值方法，是站在本书提供的交易体系、选股思路、盈利之道等基础之上总结提炼出来的。

## 现实值与预估值

从性质上看，估值有两种，一种是现实的估值，即站在现实股价基础上的估值；另一种是预期的估值，即考虑到股息和利率等因素变化情况下应该得到的股价估值。从这段论述上，我们很容易判断出，PE、PB属于“现实的估值”，剔除掉陷阱因素，非常容易计算，甚至不需要计算，从相关交易软件上直接提取就可以了。而“股息率＋利率”估值法，则是在股息率或利率发生变动时，我们对未来股票价格合理值的预测，它明显是属于“预期的估值”。第三种估值方法提出的最大意义就在于：它能为投资者在决定买卖时提供一把标尺。即当现实的估值明显低于预期的估值时，意味着买入时机；当现实的估值明显大于预期的估值时，则意味着卖出时机。

通过分析可以看到，任何一种股票估值方法都有其产生的原因和背景，亦有优点与不足。换言之，任何一种估值方法，都有其使用的前提和范围。比如市盈率估值，强调的是企业的盈利能力，市净率估值，强调的是企业的资产安全性，而我提供的方法则针对的是对稳定经营且能长期稳定可持续性地提供分红的企业。

优点的对面就是缺点。使用方法总有边界，边界内是有效的，边界外就是无效的。任何一种估值方法，都不是绝对的，都应该是某一个系统中的一个环节。投资者应使用多种估值方法，综合量体裁衣。

正因为每一种估值方法都不可能为企业提供一个精确的估值数字，所以我们才强调毛估的力量，才强调“投资是一项艺术而不是一门科学”。基本分析也好，技术分析也好，那种把某类企业的价值精准地确定在某一个数字上的人，要么是傻子，要么就是骗子！投资者在使用任何一种估值方法为企业估值时，都应该配合其他选股标准综合衡量。成熟的投资者拥有的是一个完整的交易体系，而不是某一种具体的交易方法。

## 第四种方法

实际上还有第四种为企业估值的方法，即考虑到成长性的PEG指标。因为关系到对未来企业成长的预测，站在我能力水平上的看法是，不靠谱，也不是我能理解和掌握得了的。因此，没有研究。不懂的事不乱说。加这点说明的意思是，我不希望有朋友看完这段文字，再跑过来跟我理论：“腾腾爸，用你提供的这三种方法估值，很多创业板公司都不符合投资标准呀？”嗯，是的，你说对了。在它的估值没有达到我的理想标准之前，它的确不是我的菜——2015年的创业板以及现在的创业板（写作时创业板整体市盈率估值还在60倍上下），是为有梦想、有创意、有闯劲的投资者准备的。怎样为它们估值，问神粉们比较好。这一方面，我不靠谱。当然，2015年，有大佬说“我现在炒股，已经不看估值了”——之后，股灾就来了。

# 5 定位

## 投资须趁势

通过对股票估值的分析，我们可以得出结论：当股票现实的估值低于预估的合理估值时，则意味着股票的投资价值体现，这种偏离度越大，说明投资价值越大，越值得买入；当股票现实的估值大于预估的合理估值时，则意味着股票的投资价值丧失，同样也是偏离度越大，投资价值的缺失度也就越大，则越应当予以卖出。

很多基本面热衷者认为，选出好股票，选出好的投资价值，这是投资者最应该干的事情。这种认识，当然是对的，但还远远不够。另一个基本事实是：当你认为现实估值已经非常低的时候，未来可能还会出现更低的估值，“地板之下有地下室，地下室之下还有十八层地狱”；当你认为现实估值已经非常高的时候，未来可能还会出现更高的估值，这也是市场上流行的“不卖强势股”的由来。所谓“顶上有顶，底下有底”。

俗话说：牛市不言顶，熊市不言底。这一点，讲的其实是市场大环境对股票交易的影响。哪怕是欧美成熟市场，每过几年总会出现趋势性的上涨或趋势性的下跌，在这种趋势性行情中，市场中绝大多数的股票会与市场大势呈现出一种齐涨共跌的正向反馈关系。中国市场由于机制的不健全、散户市的特点，这种规律性的变化更加明显。基本上三五年就会经历一轮牛熊。

因此，在关注股票个体本身估值的同时，适时地为市场定下位，寻找整体性的投资机会或规避趋势性的投资陷阱，也是非常必要的——虽然逃避系统性风险非常困难，但对此心怀警惕，还是必须的。

## 五项指标

给股市整体做定位，还是有一些基本的规律可以追寻的。为了化繁为简，我喜欢从五个方面思考问题：一是证券化率，二是总体市盈率，三是历史前值，四是国家大政，五是股民心理。

### 证券化率

简单地说，证券化率就是股票总市值和国家GDP的比率。它反映的是一个国家或地区证券市场的活跃度。越高，意味着活跃度越高。反之亦然。正

因为它反映的市场的活跃程度，所暗合“低买高卖”之道，对我们给股市定位提供了参考。通常讲，成熟市场因为投资者以机构为主，操作更理性，往往波动较小。证券化率常在50%—120%间振荡。中国是新兴市场国家，市场主体以散户为主，有些机构也常以散户思维操作，所以投机的特征更明显，波动区间也更大。涨时涨过头，跌时跌过头。历史数据，通常在30%—150%间振荡。最疯的时候曾接近200%。基于上述认识和谨慎原则，我建议在证券化率60%—70%间即可入市，低于40%以后可以疯狂入市，然后在证券化率接近或达到100%时就应该考虑大幅退出，达到120%时坚决全部退出。

总体市盈率

市盈率、市净率这两个概念自诞生之日起，就成为衡量大盘或者个股价格水平的两大主要指标。虽然也都有这样或那样的缺点，但作为宏观指标，绝对值得一提。沪市的整体市盈率常在10倍到60倍间波动，10与60都是极端估值，靠近都是最佳的买入或卖出时机。

这里需要强调的是，单纯依靠总体估值来为个股投资做决策，是非常容易被误导的。比如在2014—2015年的那轮行情，市场热捧成长而忽视价值，造成了一种极端失衡的二元失衡结构：一方面中小创估值高达一百余倍，另一方面以银行、证券、保险为代表的大盘蓝筹股只有五六倍的估值。在沪市大盘5000点时，沪市的整体市盈率也没有超过30倍，与历史上历次牛市高峰期的同类数据相比，还有很大一段距离。正因为如此，这个估值数据欺骗了市场中的绝大多数人。所以在这种市场结构下，单纯依靠市场的整体估值作为自己的投资决策，尤其是个股的投资决策，是非常危险的。

那么这是否意味着这个指标就失去存在的意义了呢？回思过去，我们发现历史轨迹一再表明，投资者的疯狂最终还是受到股市整体估值的感性约束的。正如不需要预测股市未来走向，我们也不必预测未来股市的估值，但我们必须面对股市现在的估值，并从现在的整体估值中寻找投资决策的蛛丝马迹，尤其是一旦面对股市整体估值过大或过低的事实时，那就意味着我们投资可选择方案的倾向性。2015年，在类似的估值比较中，腾腾爸看到了香港恒生指数已经长期在历史估值底部徘徊，于是毫不犹豫地制定出了“抛A买H”的计划，逐渐卖掉手中估值还在高位的A股，买入相对估值还在低位的H股。这也为我安然度过此后的“后股灾”时代奠定了基础。在投资股票的过程中，我们应该始终牢记以前常说的一句话：低估是王道。当同一类标的在不同市场间表现出截然不同的估值表现时，往低处站，在大多数情况下，都是正确的选择。

## 历史前值

中国是一个发展中国家，经济形势从总体上看，还处在一种赶超阶段。这从根本上决定了股市螺旋式上升的态势。总结过去二十多年的大盘走势，每一轮行情底部都在抬高，顶部都有突破——2015年的股灾，沪市大盘最高点位定格在5100点，似乎并无突破，但不要忘记，这是一次结构严重失衡的牛市，主板虽然没有创出新高，创业板、次新股等相关指数都创下了新高。

股市的历史前值与证券化率和总体市盈率相比，更直观，也更粗糙。需要具体问题具体分析。至少在我的分析体系中，它是一项辅助指标。根据我的个人经验，每轮大的行情，沪市从底部反弹达到或逼近100%，我们就应该有序退出了，从最高点下跌幅度超过30%—40%，就应该做好逐渐投入的准备。

很多投资老手可能会认为，看历史前值炒股，这种手段太OUT了，但当你把它科学地纳入到一个综合的体系中去，它就具有了独特的参考意义。想想我们在前边提到的投资基金的孔大姐，她决定买卖点的依据之一就是股市点位。没有什么好笑的，所有的指标，只有使用科学与否而没有好坏之分的问题。

## 国家大政

时人常报怨中国股市是政策市，把暴涨暴跌的原因归咎于政府。首先，这种观点是错的。仔细想想，哪个国家的股市不是政策市呢？只是程度不同罢了。成熟市场，政府调控手法更柔和高明，中国政府对股市的基本看法、立场还存在一定的偏差，调控股市的经验还不丰富，应对暴涨暴跌时的手法有时有些拙劣，应该是能谅解的。其次，这种观点即便是对的，作为投资者来说，也应正视市场中存在的一切现实。哪怕中国股市就是政策市，我们也应认清、接受和适应这种现实，在现实没有发生根本性变化之前，它就值得我们尊重。所以，投资A股，判断股市大趋向，观察国家意志，必要而且重要！熊市末期，市场人气涣散，政府通常频频出台政策呵护股市。牛市末期，人性癫狂，政府又通常频频出台政策打压股市。个人无法左右国家能出台什么样的政策，但国家一旦出台相关重大政策，就应当仔细分析和研究。尤其在市场的极端环境下（大牛或大熊），国家的政策指向，是不难判断的。

## 股民心理

股市作为股票交易市场，归根结底还是一个人的市场。正是千千万万的人

的集合，才决定了股市的涨涨跌跌。决定股市长期涨跌的，是股市整体的基本面，包括估值、点位、资金、盈利等方方面面，但决定股市中短期趋势的，是人气。所谓的人气，就是指股民作为一个整体时的心理取向。大行情的发生，常常是基本面和股民心理发生共振的结果。

观察股民心理，有两个比较容易的方法：一是观察身边的人，二是观察一些必要的宏观数据。观察身边的人，即所谓股市风向标、参照系的问题，大家耳熟能详的“鞋童理论”就是典型的例子。第二种方法，即观察宏观数据法，我主要是选择股票开户或基金开户数据。这两个数据，在很多金融网站上都能找到，一般是按周或月进行定期公布的，普通投资者很容易找到。这两个数据具有高度的相关性，股市行情好的时候，入市的人就多，反之就少。理性的投资者，能从这两个数据的变化中，感受到市场的冷热。一般而言，每轮行情的数据高点之后不久——也许会有一两个月的滞后效应——大盘都会创新高或创新低，极有可能就是大盘的最高潮或最低谷。之所以开户数的高低点和行情的高低点会有一个迟滞效应，是因为从开户到资金转账到投资买入，这一系列过程需要一定的操作时间。

## 指标综评

五项指标中，前两项即证券化率、整体市盈率，最接近科学，后三项则需要经验的判断，最接近艺术。总体上讲，使用其中任何一项指标对股市进行整体定位，都是不严谨的。它们本身就是一套系统，理应综合分析、综合运用，这样判断得出的结果，才最可能接近事实。比如，按照上述标准要求，我们发现市场的整体市盈率不高，证券化率也很低，股市的点位也处在历史低位，身边的人已经很少有谈股论市了，证券开户数也不景色，而国家又出台种种呵护股市的政策，那么我们不难得出股市已经走到底部区域的结论。反之，亦然。

注意两点：一是底部或者顶部，都是一个区域，不是一个具体的点位。到了底部区域并不意味着马上会升，到了顶部区域也并不意味着马上会降。但在底部区域敢于重仓、在顶部区域精于控仓，放长周期看，都是必要策略。二是底部和顶部可遇而不可求。股市在整体上处于高估区还是低估区，我们是能判断出来的，这是股市的现实，但这并不是赞成和鼓励投资者去臆测股市何时“赶顶”、何时“探底”。我们只依据股市表现出的事实采取相应的行动，而不靠臆测去操作。

# 6 标尺

## 化繁为简

股市是牛市还是熊市，股票是高估还是低估，有时候是能够“一眼定胖瘦”的。在讲述估值时一再强调，世上没有一种方法能把股票的估值精确到小数点之后。在谈股市定位时也反复强调，投资在很多时候，更接近于艺术而不是科学。这就意味着上述的计算和推断，都具有“估”的性质。经验非常重要，而普通投资者缺的就是这一点。那么，能否从中找到一个最重要、最有代表性、最接近科学的参数作为指标，为普通投资者的进入与退出机制寻找到一把化繁为简的标尺呢？根据我提供的交易体系，我认为“分红和股息”这两个参数，就能担此大任。

我为什么反复强调“分红和股息”这两个指标呢？第一，我们首先承认自己只是普通投资者。商业洞察力与财报分析能力，迥异于投资达人。也就是说，承认自己辨识能力是平庸的。第二，我们得看到市场中经常存在造假现象的。诸如“扇贝游走了，扇贝又游回来了”这样的笑话不说，那些合理合法地存在着的造假行为，我们同样无法准确地甄别。第三，分红和股息的意义来了——公司什么都可以造假，就是分红和股息无法造假，因为这需要拿出真金白银兑现。一年的分红和股息好造假，年年分红、拿出股息造假，这是不可能的。造假的最终目的是圈钱，而不是散财。

## 三个前提

值得我们关注的分红和股息，应有三个前提，也即我常在网上念叨的“长期、稳定、可持续”。长期，是指分红和股息是持续多年的，不是偶然心血来潮的。我认为至少得持续五年以上才有参考意义。稳定，是指分红率和股息不能忽高忽低。稳定即意味着管理层做事有规则，企业经营稳健。可持续，是指对未来的预期。这要剔除那些基本面明显恶化、行业也处衰落期的夕阳企业。这是对未来的保证。

在确定这三个条件的同时，再强调高股息率——利率是资本的价格，股息是股票的价格。你在大盘上看到的那个价格，只是股票的第一层次的价格，仅是一种表层的物理上的价格。股息才是股票的第二层次价格，这是一种内涵性的能体现资本回报率的价格，是真正的价格。所以，股息率，在分红率相同的前提下，当然是越高越有价值，越高越有吸引力。

## 标尺的逻辑

分红和股息对于投资者的进入和退出的评估体系又有什么特别的意义呢？一般地讲，企业章程对企业的分红率都有规定，只要企业能够稳定经营、有一定的盈利、符合分红条件，企业都会按照公司章程的规定进行相对固定比率的分红。能体现出和股价相对关系的，不是分红率，而是股息率。所以在分红率相对不变的前提下，股息率的起伏，是能折射出股价的高低的。比如同样的5毛钱股息，5块钱的股价和10块钱的股价，所计算出的股息率是完全不同的，所体现出的投资价值当然也是完全不同的。这一点，就是我们能把股息率当成投资评估体系标尺的逻辑所在。

投资股市的资金，自进入股市的那一天起，就不再是普通意义上的资金了，它已经自然化身为资本。它具有资本逐利的一切属性。当它在股市中得到的回报高于社会其他领域中的回报时，它就会从社会领域涌入股市，直到抬高股市资产价格，使它的收益率与社会收益率基本持平，或达到一个合理的比率。反之，当在社会其他领域收益率高时，它又会从股市涌出，降低股市资产价格，直至二者基本持平，或达到一个合理的比率，进入一种新的平衡。

如果做不到这一点，资本不就傻了吗？所以当我们决定使用股息率作为评判进入还是退出的标准时，我们还必须为股息率寻找到一个能够对标收益率的参照物。这个参照物，就是经济学家和金融学家常念叨的“社会无风险收益率”。

社会无风险收益率是个什么玩意儿？不懂的朋友，可以去找百度。我要说的是，不同的人，找的对照系数是不一样的。有的人喜欢把五年或十年国债利率当成社会无风险利率。但我考虑到，五年或十年的国债具有流动性的限制，而股票投资大多数时间内是可以随时进行交易的，流动性比国债高了不下一个档次，所以有点溢价是自然的。因此，我喜欢选择一年期银行定存利率作为股息率的参照物。以此进行计算，相对就是简单的。

## 一个案例

为了不把事情搞复杂，我举一个例子——还是以雅戈尔为例吧，多年来，雅戈尔的分红率稳定在30％％以内（这是它以前的公司章程决定的），每年的股息几乎都在5毛钱的水平上。2014年牛市启动前，它的股价长期徘徊在10元之下，最低的时候只有五六块钱。也就是说，此时它的股息率最高时可达8％—9％。而当时一年银行定存利率最高约为3％。从股息率上看，同样的10万元钱，投资购买雅戈尔的股票收益最多3倍于存入银行。这显然意味着此时的雅戈尔是非常具有投资价值的。此时不买，更待何时？而2015年牛市高峰期，雅戈尔的股价一度冲高到26元附近，此时的股息率是多少了呢？按最近5年的加权股息计算，它的股息率已经不到2％

了，和当时的一年期银行定存利率基本持平。考虑到股票的合理性溢价问题，这显然意味着此时购买和持有雅戈尔已经没有便宜可赚了。也就是说，对标于银行定存，此时的雅戈尔已经没有投资价值可言了。此时不卖，又更待何时呢？股票投资的进入和退出机制，分析起来非常复杂，但计算起来，就这么简单。

# 第八章
# 骗人的印象：投资需要理性的计算

生活中，我们对事物的最初判断，往往来源于印象。印象在心理学上是一个很重要的心理因素。我们所有的人，对事物做出判断时，都会或多或少地包含印象这一心理因素。印象是对的时候，它能快速有效地让我们对事物做出正确的判断。印象是错的时候，它马上又轻易地送我们一个犯错的机会。遗憾的是，在投资领域，利用印象做判断，常常是错的。说起来可笑，我对这种现象的关注，本身来源于家庭内部一次失败的投资经历。

# 1　一次半途而废的买房经历

十几年前，我有一位朋友，拥有一块地产，各种手续齐全，大约1.5亩的面积，设计建造3座别墅，每座3层，每层150平方米，按当时的建筑成本，总共约需60万元建造经费。朋友因为生意失败，有心将房产盖起后沽出兑现，苦于无力筹措建造费用，找到我，许诺我只要支付80万元，别墅建好后，拿其中一套折抵予我。

我简单地做了一番计算，感觉划算，满口答应，回家商议时家人却反应不一：太太不置可否，岳父前后犹豫，岳母坚决反对。岳父犹豫的理由有二：一是建造三栋别墅只花60万元，却要我们80万元，然后卖掉另外2套，这不是在拿我们的钱做他自己的生意吗？二是计算下来，我们买别墅每平方米成本1800余元，比商品房还贵了300多元（彼时小县城房价），而商品房是人家已经盖好的，我们这儿还得自己操心盖。岳母反对的理由：一家四口人（当时腾儿尚未出世）住这么大房子，太浪费！现在一家一套房子，挺好。

我逐条回应岳父的质疑：其一，朋友做生意失败，没有钱投资，否则不会找我们合作。其二，从每平方米单价上看，别墅比单元房贵，但比小城其他别墅每平方米还便宜二百元，更重要的是附送半亩宅基地产。当时小城地价已经40余万一亩，这半亩地算是白送。至于岳母的理由更不值一驳了：现在是四口人，将来我和太太还会有孩子哪。再说，人均90平方米和人均30平方米的居住感受能一样吗？将来岳父母总归要老的，住在一块，方便照应。

在我看来这样明白大眼的计算，在岳父岳母那儿成了一道绕不过去的坎儿。岳父常说的一句话："我总感觉没有便宜可赚啊，费这么大劲干什么？"几次，我听到岳父岳母为这事儿争论。买房是为了高兴，为买房闹心，有违初衷。所以这事儿就不了了之了。

朋友后来别寻他家，最终也盖起了别墅，顺利完成了计划。此后十年，房价噌噌上蹿，小城单亩地价已到百万以上，单元房价每平方米3000余元，院子只有巴掌大的联排别墅每平方米也高达5000余元。我定稿写作此文时，小城联排别墅每平方米价格已达8000余元。关键是，别墅房源紧缺，有钱没处买。现在岳父年纪大了，腿脚不便，也很想买栋带大门大院的房子，每每提及此事，嗟悔不已。

这件事让我第一次感受到印象对人的误导作用。尤其是投身股市后，经常拿这件事浮想与思考：为什么明明有精确的计算摆在那儿，岳父岳母还会

做出错误的选择呢？

后来在翻阅心理学类书籍，看到“刻板印象”这个词组后，我突然心境澄明起来。

# 2 刻板印象

## 刻板印象的形成

刻板印象的通俗解释：人们对某件事物形成的固定模式的印象与认识。比如我们在长期工作相处中，认为同事老刘是个好人，忠厚、可靠。这番印象，刻在心中，从而对我们的认识与判断产生了超人意料的影响。老刘说“啊，我有一笔生意做，很赚钱的哈”，我们想“老刘是个好人，忠厚，可靠”，因此判断：他说的一定不是假话。后来老刘又说“啊，我生意缺钱用，谁能借我，我高利报酬的”，我们又想“老刘是个好人，忠厚、可靠”，因此得出结论：把钱借给他，应该不会有错。于是有人借钱给他。后来老刘果然高利报酬，这时我们又会想“啊，老刘果然是个好人，忠厚、可靠”——这不，许诺的高利不是兑现了吗？于是“老刘是个好人”并且“忠厚、可靠”的印象进一步固化。有一天，老刘又说“啊，我做生意又缺钱用，你们尽管借钱给我吧，我一定高利报酬”。于是，很多人都会想“是啊，老刘是个好人，以前说话算话，把钱借给他一定没错”，于是纷纷解囊。张三拿十万，李四拿八万，王二麻子拿了五十万。这个时候，总会有聪明人开始计算了，不对呀，这么高的利息，什么样的生意能覆盖得过来呀？于是，对老刘产生了怀疑。但这个时候的怀疑对大多数人已经不起作用了：当我们对张三提示风险时，他一定会告诉你“没事，老刘是个好人，忠厚、可靠，以前从没有欺骗过我们”；你去李四那儿提示风险，李四可能会给你以相同的答案；你若再去找王二麻子提示风险，大家可能会突然以异样的眼光看待你，好像是你居心不良一样。当你站在大多数人的对立面的时候，你就会得到这种群体性的质疑和嘲笑，你也就能最深刻地理解到这种由刻板印象带来的事物失衡状态对你所造成的压力究竟有多大了。终于有一天，有消息传来：老刘资不抵债，携款跑路了。

这样的事情，回叙起来，显得那么滑稽可笑，可是仔细想想，是不是在我们身边经常发生呢？

## 积极面、消极面

刻板印象有着积极的一面，尤其是当它正确的时候，它会让我们对事物的判断有着异常简洁的力量。比如我们在生活中逐渐形成了“警察就是打击违法犯罪”的印象，一旦遭逢歹徒威胁，就会不假思索地拨打110、向公安求助，大量节省思考与选择的成本。

但当刻板印象原本就是错误的时候，它的消极一面亦暴露无遗。比如当我

们形成“世上贪官很多”的印象后，见到公务员，马上与贪官画起等号。事实上一国公务员整体上贪污是不可想象的，历史上往往只在极端朝代环境下产生。这个例子恰恰向我们展示了刻板印象可能的两个错误方向：一是以整体印象代替对个体的判断，比如“贪官都是公务员”和“公务员都是贪官”原本就是不搭边的两个判断，但是当整体与个体混淆后，二者即被画上等号；二是原本立意就错的刻板印象天生地排斥掉了正确方向的思考——至少，它轻易地让我们犯下了拒绝深入思考的错误。

刻板印象之所以会产生这样根深蒂固的错误，主要原因是推导和产生的逻辑起点，有可能是正确的，即错误的刻板印象可能起始于正确的立论。这是刻板印象最有迷惑性与最可怕的地方。举个例子：过去几年，无论从市盈率、市净率还是股息率方面看，银行股的估值都非常低，但是人们依然认为银行股是不值得投资的。我们且从源头算起，看看这种印象是怎样形成的：2008年世界金融海啸发生后，中国政府推出了世所瞩目的“四万亿”刺激计划。计划一出，即有经济学家指出，这四万亿会对中国经济产生严重的后遗症。受到刺激，楼市会满血复活，各地“铁公鸡”项目会纷纷上马，原本就高企的楼价、物价火上浇油。争论中，经济学家推导的现象果然出现了：各地重大工程纷纷上马，全国上下一片热火朝天，楼价果然暴涨。于是人们的头脑中就有了第一个印象：“四万亿是不好的，会留下巨大的后遗症。”接下来，专家们继续为我们推导，而事实也一再遵从着他们的推导：先是钢铁、水泥、煤炭等落后产能满血复活，甚至在强大的刺激效应下，已经过剩的产能更加过剩。后来过剩症状继续向其他上下游产业全面蔓延，造成工业产能的整体过剩。还不算完，专家们又告诉我们：后遗症最终的传导结果是，产能过剩的工厂最终将无利可盈，经济陷入困境，经济增速显著下滑，而银行的坏账将大量增加——增加到什么程度呢？他们告诉我们：这是一个出乎你想象的程度。因为推导的过程与现实观察到的现象有着高度的重合性，于是由“银行也是落后产能”，到“坏账将大幅增加”，到“最终将利润下降”，甚至是亏损、倒闭，最后很容易得出“银行股是不能投资”的刻板印象。这个推导过程持续了近十年，在刻板印象的支配下，抛弃银行股的投资者越来越多，适度的担忧渐渐地过度到了不顾一切的担忧。最终人们头脑里只有坏账、破产、倒闭这些印象，而罔顾这么多年银行的业绩一直在稳定增长、从来还没有发生过利润下降这类推测的事实，更不用说亏损了。最终形成低估。一旦有人对此提出质疑，刻板印象就会给我们传来声音：银行现在的确还在挣钱，但这种挣钱是不可持续的，它早晚会坏账爆发、早晚会利润下降、早晚会亏损、早晚会破产清算。

不可否认，“四万亿会有后遗症”的推论起点是没有什么错误的。任何事物都有正、反两方面的特征。但是一路推导下来，我们不知不觉地越过“适度”的中点，滑向另外一个极端。正如钟摆理论所揭示的情景，股市的钟

摆从不会在轨迹的中点停下脚步，它总会遵循一种趋势的力量，从一个极端走向另一个极端——从均衡走向失衡，再从失衡回归均衡，而后再走向另一个方向的失衡——投资界的钟摆理论，实际上就是一个失衡规律的完美阐释。

再回到银行股的争论上来——市场中人，终于渐渐形成了“银行股没有投资价值”的印象，于是它的推论对市场中所有的银行都起到了“盖棺论定”的魔力，好像所有的银行股都没有投资价值了一样。实际上这些年招商、浦发、民生、兴业等股份制商业银行的发展是非常强劲的，长期追踪和投资它们的投资者至少到目前为止都还获利丰厚，少则几倍，多则十几倍。即使经历2015年的股灾冲击，他们的投资业绩依然可以笑傲江湖。再进一步地说，这些年投资工、农、中、建四大国有银行的投资者，小日子也过得不错。股价甚至在股灾中还一度创出近年新高。股灾之后的今天，单纯股价就比2014年行情启动前要高出不少。而这么多年来，这些银行一直维持着稳定、较高的分红率和股息率，仅红利再投资一项，收益就相当可观。最重要的是，到目前为止，哪怕是包含上坏账率大幅上升、盈利下降、亏损等极端预期，我认为这个行业，都还是具有显著的投资价值的。但是现在市场上关于银行股的刻板印象已经发展到了“银行必将整体倒闭”的地步了。这是多么可笑、可怕的推论呀——大家可以翻翻古今中外的历史，一国的金融业整体上出现倒闭的问题，将会产生什么样的恶果？在这些人心中，“中国崩溃论”似乎已经不可避免了。适度的警惕甚至悲观，可能是一种积极的预防，但当警惕和悲观过度使用时，我认为八成会犯大错。

无独有偶，当前世界唯一超级大国——美国，也在其发展壮大的历程中始终与这种悲观的预期相伴相生。所以才会成就巴菲特如下一句名言：“200多年来，还没有一个人是可以通过卖空美国而获得成功的。”这句话，我们可以借用一下，套用到中国，然后送给所有判断和盼望自己国家行将崩溃的“高人”。

## 正确的起点与错误的终点

刻板印象的推论基础首先起源于一个对事实的正确判断，然后人们不停地强化这种判断，最终形成刻板印象——接下来，人们在刻板印象的指导下，越过适度的中点，朝着与事实不再相符的某一个方向赶去，最终达到一个极端的地步。最终，事物的失衡状态完美地呈现在我们面前。这就是事物从印象到失衡发展变化的全过程。

话题回到十几年前：我岳父当初的错误结论是怎样形成的呢？与上述所有的失衡状态形成过程一般无二：首先，他脑子里有一个“别人用我们的钱盖房然后再卖给我们”的印象，这个印象直接产生了第二个印象“我们这样

做不是吃亏了吗”。之后，他又发现我们买房的成本并不占明显的优势，而且岳母的意见“我们没必要住这么大的房子”又进一步佐证了他“没有什么便宜可赚”的判断，并最终固化了他“这不是一笔好买卖”的印象。而事实上，刻板印象一旦形成，他便再也听不进我中肯的计算了。判断与事实的失衡状态，自此再也无法避免。

# 3　失衡形态

通过分析我们发现，刻板印象的终极结果必然是形成生活中的某种失衡状态。在股市里，因为这些刻板印象的存在，造成市场上大量的、各种各样的失衡状态。对于投资者来说，这意味着机会。用这套理论，我们还能推导出市场持续数年的A股与H股的失衡、“大烂臭”与“中小创”的失衡产生过程。多年来，中国的股票市场就存在着这样一种严重的二元失衡结构：同样一家企业，在A股估值上天，在H股却死塌塌地趴在地上；同样一类企业，小市值企业估值上天，大市值企业估值死塌塌地趴在地上。中国投资者似乎格外青睐“题材”“成长”这些反映未来想象力的概念，而异常讨厌“净值”“估值”这些关注现实的指标。

市场的失衡形态，通常在时空、题材、情绪三个方面体现出来。

## 时空错配

国家近年来提出的“一带一路”“国企改革”“经济转型”“互联网＋”等政经战略，对促进国家发展、经济繁荣、社会进步，都具有积极的指引和推动作用。正是认识到这一点，所以敏感的资本市场提前予以了反应。从题材的角度，这并非错判。问题的关键是，市场过度关注概念而忽略了题材背后的时空限制。以“一带一路”为例，是不是一个好的战略呢？绝对是！无论对中国而言，还是对区域内其他国家而言，一旦实施，都是一个划时代的大功业。但是会不会一朝成功呢？未必！在这个问题上，我们必须保持清醒，作为一项涉及多国的大战略，这必然是一个长远的、不可能一蹴而就的事业。十年、二十年甚至在更久的时间内能有所成，就是一件造福千秋万代的伟业。而且，坦率说，这还不是我们国家一厢情愿就能完成的事。如果没有国际环境的配合，这项战略的推进不可能像在国内开展工程那样一帆风顺。这注定了这项伟业不可能在一朝一夕内完成。既然在短时间内难以完成，那就意味着良性效应不可能短时间内反哺国内经济。所以市场对此提前反应，只要在适度范围，未尝不可。但现实是，在2014年启动的牛市行情中，相关概念股在完全没有业绩支撑的情况下得到了市场的爆炒。如中国中车合并前的南北车，股价双双齐起，在业绩并无明显增长的情况下，股价上升十几倍。这样的炒作，能不产生严重失衡的恶果吗？与之类似的“国企改革”“经济转型”“互联网＋”等战略，从性质和前途上看，都是不错的，但从事物发展的客观规律看，恐怕都不会是一朝一夕就能实现的。拿未来几年、十几年甚至几十年后的业绩想象力来炒作和支撑今天的股价，能不发生时空错配的问题吗？

同样的道理，新近发生的例子，非“雄安”概念莫属了。雄安新区的推出，

有着国家大的统筹规划，因此才有“千年大计、国家大事”之称。这种定位本身就意味着，这是一个宏大的、长期的国家工程，不会一朝一夕建设完成。在这个宏大的工程里，一定会有一批企业受益、发展、壮大，但这一定得需要一个漫长的过程。作为概念来热炒它，只会造成一批无脑追高的亏损者。

## 题材错配

随着经济的发展，与相关经济发展阶段相适应的题材会不断地生产和成长出来，这是一条自然规律。但是题材是题材、标的是标的，这二者之间还有一个适当配对的问题。只有正确的题材配上正确的标的，在合理的范围内进行反应和体现，才是平衡的表现。A股市场的现实是，常常出现“奥巴马上台，澳柯玛涨停”的现象。这样攀龙附凤、胡诌八扯的投资逻辑实在可笑。比如“互联网＋”这个新兴行业，对提高社会效率、促进经济转型来说，的确不可或缺，管理层提出这个概念，恐怕只是就事论事，没有推动概念炒作的意思，但现实是，人们在2014—2015年的那轮行情中，实实在在地热炒了它一把，以至于有些要业绩没业绩、要亮点没亮点甚至可以说完全看不到前途的企业，只要宣布一个有关“互联网”的计划，股价就会让人目瞪口呆地噌噌上蹿。甚至有些企业，连故事都懒得讲了，只要改个有点“互联网”特色的名称，可能就会得到资金的青睐。这种题材与标的乱点鸳鸯谱式的错配，不造成股市的严重失衡才是怪事呢！

## 情绪错配

牛市需要冷静、谨慎，熊市需要激动、疯狂。我认为这才是一个成熟投资者应该表现出的良好的精神风貌。怎么理解呢？牛市行情，群情激奋，股市的整体趋势就两个字：“向上。”偶有回调，幅度极难达到20％，一般在10％附近就会返身向上，而且回调的时间往往很短暂，比如上一轮行情中，很多回调常常在盘中就完成了，也就是说，大盘一天的振幅常常超过15％的水平，在这种市况下，人们有两句话总结得经典：“买什么都赚！”“傻子都能赚钱！”每当出现这种状况时，成熟的投资者肯定不会随之疯狂，一定会在众人皆醉中独醒，此时冷静、谨慎和保守，反而是一种难能可贵的精神品质了。这样想，并且还能保持这样做的人，基本上都具有成为股神的潜质。相反，在熊市中，尤其是漫漫数年的大熊市，连续的暴跌或遥遥无期的阴跌局面，已严重损伤了绝大部分投资者的情绪和财富，大家谈股色变，各种各样的悲观论调莫名其妙地生长出来，甚至视购买股票的人为疯子、傻子。这种情形下，在成熟投资者看来，到处是低估值股票，正是一个遍地黄金的时代，因此，激动而疯狂买入，就成了不二之选。但是，很遗憾，理论上如此的情绪配置才算合格，事实上，绝大多数人的做法与之相反——牛市中热情似火，熊市中黯淡无光。这种情绪的错

配形态几乎宿命般地存在于古今中外所有的投资领域。由情绪错配而造成的股市失衡，存在于所有国家的股市，这一点倒不是中国股民的专利。作为投资者，一定要学会辨识，为我所用。

由时空而题材而情绪，股市失衡的全貌淋漓尽致地展现在我们面前。它就像学校班级里一位自以为是的差等生，题做错了，但自认为做对了，当你投去怀疑的目光时，他骄傲地抬着下巴，冲你回一个不屑一顾的嘲笑。

## 4　失衡与牛熊的联系与区别

牛熊是一种趋势性的失衡，表现为一种整体性的高估或低估。但并不能因此而将牛熊与失衡画上等号。失衡作为市场的一部分，几乎总是与市场同在。也就是说，失衡可以跨越牛熊周期。再直白一点，我们可以说，无论是牛市，还是熊市，抑或是既不是牛市也不是熊市的震荡市（俗称“猴市”），都有可能存在着失衡状态。只不过这种失衡状态与牛熊市的失衡状态，是局部与整体的关系而已。

牛熊是一种失衡的形态，而失衡却不仅仅存在于牛熊。当市场容量足够大，当辨别失衡的眼光越来越老辣，我们就会发现，市场几乎总是在某个方面存在着失衡状态。这是有效市场假说不愿承认的，但却是事实。而且根据我们的分析，可以看出，周期理论也好，钟摆理论也好，其实都是失衡理论的规律性表述。周期理论告诉我们，市场总是不停地在牛熊间转换。钟摆理论告诉我们，市场总是在高低点间轮动。但失衡理论归纳性地告诉大家：市场总是在失衡与平衡间轮动，从而造成了市场的周期性和钟摆性变化。

探讨和审明上述观点的重要性在于，它让我们意识到在市场上赚钱的机会永远存在，成熟的投资者可以借用失衡的理论，以漠视牛熊的方式获得盈利。

# 5　寻找失衡

如果剔除掉牛熊的因素，我们还能从哪些角度或者说维度上去寻找失衡带来的投资机会呢？

## 在不同标的间寻找

同一板块间的不同股票间，常常会发生失衡，从而为投资带来机会。比如这几年间的国投电力和川投能源，二者的核心资产都是雅砻江水电，甚至在核心资产的占有比例上，国投还略优于川投。川投的主要资产就是雅砻江股份，而国投除此之外，还有一部分火电资产。从总体上看，国投与川投在盈利能力、分红水平、股息水平上都不相上下，甚至国投还略胜于川投。2016年年初，两投的2015年度财报公告后，我通过几个核心数据分析发现因为市场对火电的偏见，反而造成国投的股价大幅低于川投——大约25%的差价。发现这种失衡状态后，我就毫不犹豫地减少川投、加大国投的持仓。目前这种失衡状态还持续地存在，但这丝毫动摇不了我的持股信心。不合理的东西也许会持续存在，但早晚有一天会被市场所纠正。也许有朋友会说，要是市场一直纠正不了呢？那也没什么，我以更低的价格，获得了更优于川投的股息回报，本身已经赚了。缺少的那一段资本利得，不过是一种锦上添花的预期，实现当然美妙，不实现，又有何悲？类似的同一板块间的不同标的间的失衡，经常性地存在。一段时间，银粉（喜欢投资银行的朋友的绰号）间流传着一种“搬砖”游戏，其行为逻辑就是这种标的间的失衡状态。

## 在不同板块间寻找

很长一段时间，市场最著名的板块间失衡的例子，莫过于“金三胖”和创业板的失衡。“金三胖”可能的确存在很多问题，但绝不至于惨到亏损、破产、清算的地步，但现在的市场估值可能已经包含了这样最悲观的情形。创业板上的股票也的确会有很多代表新经济的好标的，但再好的标的，当估值过高，已经包含了未来5年、10年甚至几十年的预期时，它的股价对当前也就意味着泡沫。彼此往合理的估值中枢上跑，是早晚必然进行的事儿。因为经济发展阶段不同，类似的关于板块的分析和衡量将会持续进行下去。由此我们也可以断定，每隔一段时间，这种板块间的失衡就会规律性地出现。在失衡到最严重的时候找到它，并采取选择低估的策略应对，这是一个永远不会过时的主意。

2015年，人们对于新能源的喜爱和对于传统化石能源的偏见，都达到了顶

峰的程度。中国股市中借助于一轮牛市行情，把新能源概念的股票价格炒到了一个惊人的高度，很多股票市盈率达到几百倍甚至上千倍，市净率几十倍、上百倍，但人们依然疯狂看好。而以煤炭、石油为代表的传统能源企业，却遭到了格外的冷遇。加之经济下滑带来的利润下滑冲击，很多这类被称为“夕阳产业”的企业，股价下滑九成以上者比比皆是。但是通过分析，我们认为新能源行业虽然方兴未艾，但在可见的未来——至少在十年以内——还很难完全代替化石能源。因此，假以时日，经济一旦好转，能源价格反弹是大概率事件。正因为如此，我重仓了两只股价下杀严重的能源类股：兖州煤业的H股以及中国石化的H股。2016年能源价格遭到了报复性反弹。国际石油期价从20余美元迅速反弹到40美元以上。与之相对应的，相关企业的股价也得到了报复性反弹。我在股价翻倍后沽出大部，落袋为安。事实再次证明我以前打过的那个粗俗的比喻：哪怕狗屎，只要价格足够便宜，一样赚钱。

## 在不同市场间寻找

同样一家企业，相同的市场，相同的管理层，相同的盈利，相同的分红，放在不同的市场，却给以完全不同的估值与股价，这种现象难道不滑稽可笑吗？在2015年，这恰恰是A股与H股活生生的现实。当时关于香港边缘化、港股边缘化的论调甚嚣尘上。这里面当然包含着深刻的政经背景，但因此对同一家企业给以冰火两重天的待遇，无论如何都无法自圆其说。相同的资金体量，用以购买同一家企业的股权，两种渠道给出的报价相差甚巨，你会选择哪个渠道呢？理性的选择当然是，花尽量少的钱，买尽量多的股票。

AH间的失衡经常发生，AH股的溢价比率在历史上从来没有稳定在1上，经常在低于1与大于1间轮番上演。根据常识推测，由于未来两地股市融合工作在深度和广度上的加大，连通器效应会更准确、更灵敏地在市场间得到反映，未来两地股市的估值比率会越来越相近与稳定，不会再像以前那样总是此消彼长、差距巨大。但一定要记住，只要二者间发生失衡，就是投资机会。

写到这里，忍不住提醒一句：更有宏观视野的投资者，可以把寻找失衡的眼光放诸全球。全球不同的市场广度和深度更大，因为失衡带来的投资机会一定会更多。但需要同时提醒的是：要做好这件事，我们必须是真的而不是假的——熟悉和了解世界其他市场。当年某位欧洲股神到中国来投资最后铩羽而归的例子在网上广为流传。我建议有头脑发热症状的朋友在做出“留洋”的举措前，最好搜索出来看看再做决定。

对于普通投资者，我还是建议在AH间寻找失衡，已经完全足够。

## 不同品类间寻找

股市投资者需要关注的投资标的当然首先在股市、股票，但要想成为成功的投资者，眼光肯定不能仅限于此。美林投资时钟也告诉我们，投资机遇总是在不同的投资品类间转动。其实在美林时钟之前，格雷厄姆先生更早地发现了这种品类间失衡所创造的投资机会，因此，他给我们提出了著名的“股债平衡”建议，就是在股票和债券二者间寻找失衡、追求平衡、最终实现保值增值的目的。应该看到，在金融工具更为丰富的今天，这种不同品类间的失衡概率远胜从前，这也就为我们提供了更多可操作的空间。2015年股灾初期，我看到黄金白银等贵金融品种已经跌到生产成本价附近，认为这是一个难得的分散投资的机遇。所以将从股票市场间通过仓位控制撤出的一部分资金，买入了部分纸黄金、纸白银——2016年后，随着大宗商品期货价格的大幅反弹，贵金属价格也获得了超过20%的涨幅。这部分资金，不仅完美地回避了股灾，反而获得了比较满意的增值。后来在所谓的“股灾3.0”末期，我沽出部分纸白银头寸，转向增援股市，也为我带来了不错的收益。

当然，我在不同投资品类间的分散策略最终目的还显了配合股市上的投资。原因很简单：与其他品类相比，我还是更熟悉股市与股票。“弱水三千只取一瓢饮”，投资最好还是选择自己最熟悉的标的。

寻找失衡的最大意义就是让你在极端条件下找到避险或盈利的工具，别无其他。

投资是一门关于平衡的艺术。为了追求到这种平衡的艺术，认真探讨如何寻找失衡才有意义。我曾经总结出股市平衡策略的十六字口诀是：“欲想平衡，先寻失衡；找到失衡，再求平衡。”平衡的核心策略是：往低估处打子弹。

# 6　两个关于失衡的话题

## 存在的就是合理的吗？

每当探讨低估、高估等失衡的问题时，总会有朋友教导我们："低估有低估的原因，高估有高估的道理。"然后再引用一下那句著名的哲语："存在的就是合理的。"

因为深谙失衡之道，每闻此语，忍不住喷笑。此语首创者系德国哲学家黑格尔。完整的译文应是：凡是合乎理性的东西都是现实的，凡是现实的东西都是合乎理性的。通俗一点来解释就是：任何事物的发展都是合乎一定规律的，当合乎规律的事物出现，那么它就是合理的。反推之，既然已经出现的事物，那么必然也具有其内在规律性。黑老师的原意，是在逻辑上肯定了现实存在的事物——只要合乎逻辑的事物都会出现，只要出现的事物都合乎逻辑。但是，到此为止，人们在使用这句哲语时，渐渐地开始出现分化：黑格尔只是在逻辑上肯定已经出现的事物，但仅限于逻辑而已，并没有在道德、法律或其他是非方面对此进行认定。也就是说，某件事物的出现，总是有其内在逻辑性的，但已经出现的事物虽然符合逻辑、在道德法律等层面的是非上，却是不一定的。这话说起来有些拗口，我们可以通过一个小例子来生动地诠释一下：某人失业，家贫，父母病重，急需救命钱，无奈之下上街抢劫——从失业，到抢劫，这件事情的发生有一连串的逻辑在支撑，所以它的发生是自然而然的，也就是在逻辑上看，抢劫这件事是"合理的"。说的通俗点，它产生了，又有产生的理由，当然是自然而然、合规合矩的。但是，他对吗？这种行为值得表扬吗？显然抢劫是一项重罪。他的这种行为，哪怕有一万种合理的理由，也无法改变他触犯刑律的行为性质。从这个角度看，此人大错特错。因此，逻辑上存在的合理性，与价值判断上的对错，是完全不同的两码事儿。

话题再回到投资上来——很多低估的东西之所以低估，的确有一些逻辑上的理由，所以低估产生的原因都有归属，其产生的过程都是内在逻辑自然演化的结果，但是正如上文所述，它产生的逻辑是没问题的，但在价值判断上，它一定是对的吗？低估或高估的演化逻辑都是合理的，但演化后的结果，在价值判断上未必是正确的。比如，每次牛市创造新高的过程，在逻辑上都是有支撑的，所以形成的过程，都是"合理"的，但最终的结果，事实证明却都是错的。熊市与之相反，在迭创新低的过程，也都有内在的逻辑支撑，其产生与存在是合理的，但最终的结果，同样也是错的，因为它跟牛市的高点一样，都偏离价值中枢太多。

那些拿"存在的即是合理"的观点来反驳失衡判断的人，是从根本上混淆

了“逻辑合理”与“价值判断”两个完全不同的概念。就像我说“不讲卫生容易生病”，而你却振振有词地反驳“我吃饱了，自然不饿”。这个例子，跟“存在的即是合理的”说法，在答非所问的本质上，有异曲同工之处。

所以以后当别人在探讨这事对或不对的时候，你千万不要再闹出“存在的就是合理的”这样的笑话了。当然，一心狡辩的，可以另说。

## “大比小好”，还是“小比大好”

很长一段时间以来，中国股市一直存在这样一种严重失衡的二元结构：虽有业绩支撑但成长性相对较差的大蓝筹股票无法获得市场的充分认可，被市场给以极低的估值打分，与之相反，虽无业绩支撑但有良好成长预期的中小创股票却颇得市场青睐，常常得到极高的估值打分。

我们常常因此而探讨失衡的问题。时间一久，听起来好像我们很爱“大”股票，而不爱“小”股票一样。事实上，我们不是因为股票“大”而喜爱它，而是因为它估值过低所以才喜爱它的。相同的道理，我们也不是因为股票“小”而就对中小创有偏见，而是因为它估值过高所以才开始对它敬而远之的。喜爱与否，不是大小，而是价值判断。

在网络上跟朋友交流时，常遭到“是大比小好，还是小比大好”的质疑，我总是耐心予以回答：我本质上并没有贬低小票的意思，只是因为它们过高的估值已经严重透支了未来的成长预期，所以才保持警惕。

我说它很贵，和你说它成长性很好，本质上也是一种答非所问的无厘头对话。说它很贵，指的是它的价格与价值的比率关系，意思是它没有多少投资的价值；而你说的成长性很好，是指它的社会价值、经济价值，价值与投资价值是完全不同的两回事儿。大与小本身并无问题，有问题的是价格与价值的比率，即投资价值会有不同。当价格远远高于价值之后，股票的投资价值就会很快消失。

# 7　成功投资不能缺少理性的计算

生活中的大多数人通常是依靠直观感受生活的，解决问题的方法是“跟着感觉走”。虽然有时候也有一些看似精确的计算，但因为没有抓到投资的核心，而常常得出错误的结论。

投资的核心是什么？就是计算你自己在这一行为中是否有“便宜”可赚，而不要过于计较别人是否赚了你的“便宜”——从做生意的角度看，这叫“双赢模式”。

比如当年我岳父在买房时的计算：我认为他计算的重点，应是自己斥资买房合不合算，而不是计算开发商因为他的买房行为赚了多少钱。

若把排斥别人盈利、好处自己一人独得当成投资的第一要诀，那么这个世上99%以上的交易将失去存在的基础。

所以投资者在投资前，对看似非常合理的或非常不合理的决策，都不要贸然持否决态度。

在做出选择之前，一定要想清楚两个问题：

1.我计算了吗？

2.通过计算，我有“便宜”赚吗？

成功的投资少不了理性的计算，只有抓住核心的计算才称得上是理性的计算。直感与刻板印象是投资者的大敌。但因直感与刻板印象造成的市场失衡，却又是市场馈赠给理性投资者的最大褒奖。对于市场的失衡，聪明投资者的做法是：认识它、抓住它、利用它，然后为我所用，从中谋利。当然，做到这一点，前提还是——理性的计算。

听起来有些绕口，但以上数语，就是计算的秘密。

# 第九章
# 两个朋友的投资故事：穿越牛熊的秘密

最近，两个好朋友股市投资的故事，引起了我的兴趣，让我对投资、波段、时机等问题有了更深入的思考。

# 1 两个朋友的入市经历

## 第一位朋友

就叫他刘兄吧，以前提到的那位造船的朋友。2013年年初，在沪市大盘1800多点的时候，刘兄跟我商量投资造船，我通过计算与分析，得出项目前途黯淡，不值得冒险投入，建议投资股市。他冒冒失失来一句“这个时候傻子才会买股票哪”，把我噎个半死。尔后，我继续“炒”股，他去造船。

牛市引力

一年多后，大盘到了3400多点，刘兄突然给我发信息：我开好户，准备买股票啦。当时我正处理一起群体性事件，紧张忙碌，看到这条信息，心里一颤，感觉要坏事，忙里抽闲回他：一是最好不要买，因为你不懂；二是如果真想买，一定不要下重注，最好拿出积蓄的四分之一，顶多三分之一进行尝试；三是一定不要贪，小赚辄止，尤其注意的是，将来大盘点位更高的时候，千万千万不要追涨。

朋友听得不耐烦，我劝得口干舌燥，他听得百无聊赖。最后，我只好发狠：希望你把今天的信息保存好，一两年之后再翻出来看，那时你可能会有收获。

结果，他就豪情万丈地冲股市里折腾了。

新手表现

虽然不情愿他到这未知的世界冒险，但我还是希望他能赚钱，或者是小亏，至少树立学习的目标，建立正确的投资观，寻找到一种可靠的面对市场的姿态，所以每天晚上一起出去散步，我就给他谈我的投资经历、得失、经验与教训，格雷厄姆、巴菲特以及利弗莫尔，基本面、技术、交易心理分析，当然，也讲一些股票的基本知识，比如市盈率、市净率、分红、ROE，等等。我发现他对这些东西并不感兴趣，只对股票一天的涨跌或网上某大师的股评感兴趣。有一次，他告诉我：“我想买中国银行，看它涨了一个点，没舍得买，没想到一犹豫它就涨了一分钱，咬咬牙买进去了吧，它又跌了两分钱，真是一买就挨套呀。”有一次，他还告诉我：“网上那个谁谁说了，富贵险中求，要买就得买那些股性活的，能涨到让你目瞪口呆的股票。”这些话，要么让我笑掉大牙，要么让我毛骨悚然。每遇此景，我都心急，话痨，滔滔不绝，以至口吐白沫。朋友听得耳朵里茧子

老厚。后来晚上散步都走不到一块去了。

回家给太太说起这事，太太劝我：“人各有志，你操那么大心，反为不美，只要尽了心意，心安即好。”想想也是，与其说话不受尊重，不如点到为止。心里一下子灰懒。把那股好为人师的劲儿，全倾泻到网上，这才有雪球“话痨先生”“非著名大V”的横空出世。

## 连续追涨

大盘过了4000点后，有一天，我正在老家为祖母办理丧事，突然又接到刘兄的电话：“腾腾爸，十年一遇的大牛市呀，我可不能错过啊，所以，我又筹了一笔钱投到股市。”我听了，忍不住训斥：“我就知道你会有今天，越涨越买，越买越涨，早晚有一天你会栽进去的。”他嘻嘻笑：“没事没事，你的话我都听着呢，我用的全是闲钱！”我说：“这个点位，闲钱也不行，四分之一、三分之一的仓位限定，你听了吗？……”我还没说完，“富贵险中求”那几个字又从他的嘴里蹦了出来。

这种情形，这种味道，老股民都太熟悉了！

刘兄是我最亲近的一位朋友，此等状况，让我非常焦心。放下手机后，我忍不住一条一条地给他发信息，提醒风险。他总是回复：好的，好的，知道了，知道了。应付而已。彼时，我心里惴惴不安。

料理完丧事，返回县城，我约刘兄出来散步，原想劝他急流勇退，但他给我爆出了更震撼的一颗信息弹：他买了两只早就蹿到天上的创业板股票。我一听名字，吓得浑身哆嗦。

大家看到了，我这位朋友很有主见：反正我是劝不回来了。

## 惨淡收场

再后来的事情，大家都明白了：5000点后，雪崩开始。他割肉，再买，再割肉，再买。某日，我问他：“怎么样了？”他一脸黯淡、默然。亏损了一多半，主要的亏损源，就是后来追加的两只神票。他自己总结：“要是4000点之后别再连续追加资金就好了，要是信你的话别购买神票就好了。”我询问他当年造船的那项投资收益情况，也惨得一塌糊涂。

事情到了这种地步，实际上还不是最糟的：1.用的是闲钱。好在这一点他听了我的话，没有贷款，没有卖房，没有辞职。伤的只是筋骨，未动根本。未来很多年，他依然有源源不断的现金流可以补充过来，这样，他就有翻本甚至盈利的希望。2.花钱买了教训。初入股市的新股民，每一笔损

失都是上缴的学费，每一次刻骨铭心都是对未来上缴的一份保险。当然，前提条件是：得做个有心人，知道反思，学会谦虚，痛定思痛，吸取教训。

我以前在网络上经常给新股民忠告：这轮牛市你是来玩的，不可能赚钱，即使赚了，也早晚得还回去。好好学习，下一轮牛市才是你的时代。

在这种情况下，我给刘兄提出了两条建议：一是如果家里还有钱，不影响正常生活开支，可以再拿出一部分追加投资。彼时大盘已二度跌穿李大霄所谓的“婴儿底”，到了2700点下方。这时候，我认为很多股票已经极具投资价值了。二是回归低估值、高股息标的，抛弃暴富思想。我告诉他，炒股是会害人的，投资才是散户长期生存之要，千万千万要杜绝赌性！

对于第一点，他的反应是：还有点钱，我会在低位追加投资的，网上说大盘会回调到2200点，到时候再说。对于第二点，他的答复是：我亏了那么多钱，再像你那样四平八稳，什么时候才会翻盘呢，所以我必须赌性大一点。事已至此，他还执迷不悟，我已无话可说。

## 第二位朋友

这位朋友姓许，和刘兄一样，也是我心中最要好、最亲密的朋友。牛市中，股市常成谈论焦点，许兄就常问我：“现在怎么样，可以入市了吗？”

### 入市决策

3400点时，他这样问我——彼时刘兄也过来参询我，上文有述——我答：可以，但不要投入太多，因为现在点位毕竟是从2000点走上来的；4000点时，他还是这样问我——彼时刘兄正忙不迭地筹款再投入——我答：如果是抱着学习的目的，也还行的，对有志于股市投资的人来说，晚入市不如早入市；5000点时，他还是这样问我——彼时刘兄已购入两只神票，美美地做着发财梦——我告诉他：可以，因为对于学生来说，雪崩十年一见，机会不多，可以小赌怡情，感受感受；后来大盘跌破4000点，他又过来问我，我说：可以啊，反正危险不如5000点高了；大盘跌到3000点附近时，他又过来问我，我答：当然可以，现在是长线投资者应该考虑建仓的起点；大盘起起伏伏，在股灾2.0间徘徊时，他又过来问我，我说：观点未变，这个时候，应是长线投资者精心布局的时候，他告诉我：我开户了！我心里暗暗称奇：孺子可教也！

后来大盘跌穿“婴儿底”，跌向2638点时，他跑过来问我：“腾腾爸，告诉我，我买什么好呢？”我看他这回是玩真的，就很严肃地问他：“你是怎么

计划的？”他告诉我：“就像你说的，拿点闲钱出来，买完放上几年。就当银行存款，反正这时候股息比银行利息高。”我问他：“要是买后套往了怎么办？”他说：“你说怎么办就怎么办，你让我买我就买，你让我卖我就卖，大不了到2000点的时候，我再买它一家伙。”

真是高人呀！面对许兄，我心里突然冒出一个想法：投资有那么复杂吗？需要看那么多书吗？投资的修身悟道到底是天生的成分多些，还是后天养成的成分多些呢？

师心泛滥

按道理，是不应该荐股的，但面对这样天资聪慧的朋友，我忍不住又师心泛滥。给他列出了一个股票组合：三五个行业，五六只股票。给他制订出了一个操作计划：2700点时，买入三分之一仓；2500点后，再买入三分之一仓；2300点之下，满仓。给他叮嘱：如果2700点初建仓后，大盘弹起，就不要加买了，以后没有机会的话，也不要遗憾，因为你现在的目的，还不是赚钱。

学习，学习，历练，历练！

在股市里赚小钱是很容易的，但有大成者，这是必不可少的过程。说来说去，股市生存，还是不容易的，初入股市即便第一次赚了钱，也不代表永远赚钱。

许兄对我说：“你这个方案好，进可攻，退可守。”又说，“我就是来学习的。我可没指望通过买股票发大财，但要真是一不小心发财了，也不反对。”我再看许兄，从此又多了一分感佩。此人有投资成功的各项潜质。

循阶而进

后来的事实是，大盘跌到2650点附近就止跌了，许兄只建了三分之一仓位。此后一年，他又按照我的建议，坚定执行“低估值高股息蓝筹＋打新策略”，既收获了贵州茅台、五粮液等明星股近一倍的巨大涨幅，又收获了年化率约为15％的打新收益，真实的收益率丰厚至极。

一年之后，再跟许兄交谈，发现他对股市的认知已经有了巨大的进步，从初入股市时的一无所知，到现在的侃侃而谈，已经颇有一点“腹有诗书气自华”的味道了。

当然，实事求是地讲，许兄现在还处在摸索和学习的阶段，离真正成熟成功的境界还有很长的路要走。但他和刘兄表现出的截然不同的精神气质，

还是给我留下了深刻的印象，让我玩味不休。

## 2　收益的秘密

同样都是我的亲密朋友，同样都对股市一无所知，同样都得到了我毫无保留的劝导和指点，但刘兄和许兄却获得了截然不同的投资经历、投资经验和投资结果，原因何在？

我认为，主要有以下几点：

选择的投资时机不同

刘兄是在牛市中后期开始入市的，采取的交易策略是“越涨越买”，即行话中的“追涨之法”。对于“无经验、无知识、无脑子”的新股民来说，这是当然的找死之法。而许兄则是在熊市中后期开始入市的，采取的交易策略是“越跌越买”，虽然事实上因为第一次出手就基本买在了最低点而无法进一步追加投资，但考虑到他毫无股市经验，所以还是建议他坚守住最初制定的交易策略，即严格执行了交易纪律。在起点上，二人就已经分出了胜负高低。

确定的投资目标不同

刘兄看到股价步步高涨、身边的朋友都赚钱了，这才急汹汹地跑过来开户入市，“赚了就跑”，完全是一种投机的心态。事实证明，他赚了也没跑，步步追高，最终套死在最高点，极为被动。而许兄虽然在对股市一无所知的情况下进入股市从本质上讲也是一种投机，但他最初的目的却是买一些好的股票然后长期持有。这个决策暗合着价值投资的本义。

对待市场参照系的态度不同

两位仁兄都知道我已在股市投资多年且小有斩获，并且都能得到我耳提面命式的交流和劝导，在最初入市时，也都曾把我当成一个标杆和参照来对待。但二人对我这个参照系的态度完全不同。刘兄可能是认为“你在我身边这么多年，没看到你比我多聪明啊，你能做到的事情，难道我做不到吗？”所以，我讲得再多，他也听不进去一句，相比身边人，他似乎更信任网上人。这非常符合新股民通常好犯的“听风就是雨”的毛病，盲信网络骗子。据我所知，他太太还加了个收费群，听一位“数线派”大师胡扯八道并奉为圭臬。而许兄则对我的话非常重视，认真地研究之后再小心翼翼地进行尝试。后来听许兄介绍，他拿到我的“组合名单”后，马上偷偷地请另一位投资多年的朋友进行“会诊”。这位朋友拿到名单后给他的意见是：这

是一个永远都不可能血本无归的方案——虽然偏保守，但从长线看，还是有肉吃的。许兄认为非常符合初衷，也与我的观点基本一致，这才放手加仓起来。当然，后来的事实证明，这份组合名单并不保守，收益率完全超出了许兄最初的预期。不得不说，对新手而言，选择什么样的市场参照系以及如何对待市场参照系，非常重要。

对待学习的态度不同

刘兄本就是想来赚一把快钱就走的心思，所以股市对他而言就是一台赌博机，如何使用、修理、驾驭它，根本就不是他关注的重点，他只关心股市明天是涨还是跌、账户里的市值是升还是降，完全埋首于短期的波动之中了。而许兄从最初就建立起了长期在股市里玩下去的念头，所以对股市、股票的学习和研究是认真的、慎重的、仔细的，所以在很短的时间内就建立起了基本的知识框架。

上述四点决定了，刘兄和许兄的投资差距。一两年内尚且如此，把时间放大到一二十年之后，二人的差距笃定更大。甚至到时还能不能对比都是问题，大多数刘兄式的投资者走着走着，就找不着了。

## 投资逆人性

从根本上讲，投资是一件很逆人性的事情。当大多数人都认为股市行情会进一步走好时，甚至连平时对股票完全陌生的人也听风是雨地跑过来打探股市消息时，往往意味着行情已经到了中后期。此时，老的选手，已经非常警惕，开始思考退路的问题了。当大多数人经过股市的大幅下跌后已经统一思想，认为熊市还将继续下去的时候，甚至网上网下很多曾经炙手可热的股神也都完全找不到踪迹的时候，可能新的行情已经在孕育之中了。对股市如此，对具体的个股而言，也同样如此。当众人都去追捧某一只股票时，我们最应该做的是冷静分析、慎重对待，而不是盲目跟风、任性追高。当众人都极不看好某一只股票时，我们最应该做的还是冷静分析、慎重对待，而不是盲目跟风、溃逃四散。所以阅读大师们的经典时，我们常常看到“一定要回避热门股”或“在冷门股里淘金”的忠告。

在这方面，我们自己也有很多的实例可以考察。

整体操作

从股市的角度而言，最经典的案例莫过于最新近过去的这轮股灾——2015年，沪市大盘冲高到5000点上之后，通过市场整体市盈率来看，似乎还不太高，但考虑到严重二元失衡的市场现实，尤其是在观察了网上网下诸多

新手的种种表现后，我对市场的下一步走向充满了警惕。所以当时我在雪球上写作了“睡前一帖”《给新股友浇盆冷水——TTB站在5000点上方的劝告》一文，明确提出股价已高、新手莫入的观点。自己也果断进行了“拔鲜花种毒草行动”，即将前期涨幅巨大、股价已经脱离低估区域的雅戈尔、张裕A等股票沽出大部分仓位，换入我认为尚在低估区的银行股，并经过精心计算，保留住了大约36%的现金在手。这个现金仓位可以保证我在大盘下杀哪怕一半的情况下，也能保存住相比于行情启动之初至少一倍的收益。而后大盘崩塌，大盘指数一路下杀，在到达3400点附近时，我看到很多优质好股也被错杀严重，已经具备了长期投资价值。比如雅戈尔，彼时股价从25元上方已经跌破了12元，一气杀到了11元上方。以我对雅戈尔的了解，这个价格已经具备极好的长期投资价值了。所以在大盘跌近3500点附近时，我就给股友们分析了形势，提出3500之下，散户的最佳投资策略是定投策略。这个时期，我加仓买入的几乎所有的股票，都以盈利至少30%收场。而后经过所谓股灾2.0、3.0的冲击，大盘又数次跌破3000点大关，先后创出2850点、2650点两个低位。在跌破3000点后，我通过对大盘整体估值的观察和对比，就已经得出“跌势随时停止”“这里就是底部区域”的结论，所以又明确提出“3000点之下越跌越买”的策略。为了提示广大股友，我数次写作类似《TTB站在3000点上下的思考》的文章，全数发表在雪球个人主页上。我个人在操作上，也是在这一时期，打光了手中所有的弹药，并在大盘跌破2800点之后，将前期移仓出去的资金全数搬回，悉数买入自己精心挑选的个股。后来，在认真研究了证监会颁发的新的打新制度后，我又提出了“低配蓝筹＋凡新必打”的策略，仅此一项，年化收益率即达10%左右。上述这番操作，完整地记录在我2015—2017年间所有的雪球长短帖中，后来，我将这些文章收录整理在一个叫《财富来敲门》的系列中，免费挂在雪球个人主页的置顶帖中，供有兴趣的朋友查找翻阅。在这番操作中，比如5000点上方的“拔鲜花种毒草行动”、3500点下方的定投行动、3000点下方的“越跌越买”策略，无不与当时的主流市场情绪相悖。后来，我在5100点上方创造的市值高点，反而在股灾探底回升的3100点附近得到了突破，可以说，整整跑赢了市场2000点。很多在5000点高位笑我保守的人，后来又在3000点附近笑我疯狂。但事实是胜于雄辩的。有一位网友感叹：股灾，是用来发财的。这句话，得到了我极大的共鸣。

个股操作

从个股的角度而言，成功的例子更是不胜枚举——2015年下半年，我看到港股中的兖州煤业已经跌破了4港元，于是利用自己身在煤矿产区的便利，对煤矿进行了简单的调研和走访。主要是走访了两家正在进行限产裁员的煤矿，拜访了一些在煤矿工作的亲戚和朋友。同时对中国整体的能源状况进行了梳理和归纳。最后我得出的结论是：在未来一二十年内，煤炭

还将是我国能源的主要构成部分；当前的煤炭行业已经进行全行业亏损状态，各大型煤企正在进行艰难的限产自救；兖州煤业H股股价已经进入了长期投资区域。所以，我写作了《买两只烂股做实验》这张雪球长帖，并在实际操作中，开始第一批买入兖州煤业H股。此后，股价一路下探，最终跌破3港元。我按照既定的计划，严格遵守“越跌越买”的交易策略。半年后，国家提出“供给侧改革”，对煤炭实行了限产能政策。兖州煤业H股股价一路震荡上扬，回升到6港币上方。我原来制订的“5年持有、收益至少翻倍”的计划提前四年完成，果断沽出一半仓位，抽出本金，投入到新看好的另一只低估值、高股息股票中，只留下利润在兖州煤业上继续坚守。至写作本章时，股价还稳定在6港元上方，但市场中对煤炭行业未来前景看好的声音已经越来越得到普遍的共识。当初对兖州煤业的操作，我是顶住了多方的压力的。网络上关注我的朋友认为我投资于一只烂行业的烂股票，这样的做法让人不能理解。在我本身而言，我的择股标准一直是“低估值、高股息”，非常注重股息这把标尺的衡量作用，而兖州煤业作为一只周期股，显然不符合我的这条最根本性的择股标准。我之所以如此操作，完全是以一种实验的心态在做，主要是想证实人心惶惶之下购买错杀股的投资逻辑。并且在做之前，还做了一些必要的调查和思考，否定了这个行业的“烂”字公评。彼时，我常挂在嘴边的一句口实禅是：哪怕是狗屎，只要价格足够便宜，也有投资价值。话糙理不糙。事实证明，这番操作，我是成功的。2016年，在大盘指数整体下跌的背景下，兖州煤业是我实现投资收益翻倍的不多的几只股票中的一只。因为实验的性质，当初购入兖州煤业的数量不大，只占了总仓位的5%，虽然如此，却为整体仓位贡献了5%的收益率。同期，我按相同思路还购入了中国石化H股，并采取了大波段操作的策略，一年时间内，收益率也近一倍。可以说，这一段时期，我对石化能源股的投资经历，完美证实了逆人性投资的重要性和正确性。

同样的道理，我们还可以显见于另一只曾经的大热门股——中国中车。在中国南车、北车合并前，这两只股票在2015年趁着牛市行情都得到了爆炒，股价一气上涨了十几倍。当时，我初入雪球，在网络上粉丝不多，但通过各种计算都得出结论，认为这只股票将会像当年的中国石油一样坑杀掉很多追高的散户。所以坚决回避了这只市场大牛股。后来的事实证明，这只股票下跌一半还未见止跌，最终下跌幅度高达78%！当初人人争而抢之，如今人人弃而厌之。时移势易，不免让人心生多少感慨。但是，我在2016年年底，看到中国中车如此不受欢迎，对这只股票进行了粗略的研究，最后得出结论，认为7港币上下的中国中车H股已经具备了长期投资价值。在我写作本章节的时候，中国中车H股相比A股折价近36%，股价稳定在7港币上方。我认为放在三五年的维度上，这只股票是能为投资者带来不错的收益率的。

## 熊市买股，牛市卖股

以上，无论对大市的判断，还是对个股的操作，我都遵守了逆人性的操作原则，收到了很好的效果。我两位朋友的投资经历，以及我个人的实务操作，给我们投资股市提供的启示，可以总结为一句话，即：熊市买股，牛市卖股。也就是说，在熊市中，我们要积极的择股、布局，在牛市中，我们要根据形势，择机沽出，兑现收益。

根据过往的经验，我们认为沪市大盘整体市盈率在10—15倍，就是低估阶段；15—30倍，就是均衡阶段；30倍以上，就是高估阶段，这是一个我们必须非常小心的阶段。结合前边章节我们探讨和总结的内容，在低估的阶段，我们要积极地布局、勇于播种；在均衡阶段，起初应耐心持股，后期应谨慎观察，制定好随时控仓、撤离的准备，而市场一旦到了高估阶段，则要坚决制订并落实撤退计划，根据具体情况，分级、逐步退出。

## 一个判断

写到这里，有一个问题需要厘清。众所周知，中国股市以散户市著称，主场主体以散户为主，中国股市也以“大起大落、牛短熊长”为主要特征。每三到五年，通常就会有一轮牛熊转换的行情。可以说，牛熊市的特征非常明显。投资者不需要掌握太多高精尖的知识，基本上就能把握住牛熊市的转换律搏。在这种大势背景下，“熊市买股、牛市卖股”策略是比较容易得到执行的。比如我们在第五章中提到的以投资基金为主要理财手段的孔大姐，就是很好地把握了过去我们国家的股市这一重大规律特点并加以利用最终实现了大幅收益的。一个显见的事实，孔姐并非一位掌握了多少专业知识的投资者。甚至可以说，与千千万万投资者相比，孔姐普通得不能再普通了。她的成功，就是“熊市买、牛市卖”的典型代表。

但是，随着养老金等大型资金的逐步入市，以公私募基金、保险资金为代表的各式机构的逐步发展壮大，以及中国股市的逐步开放、制度建设的逐步规范和完善，可以明确预见的是，未来的中国股市一定会越来越规范和成熟，并最终与发达成熟市场接轨。也就是说，未来的市场极有可能走出“牛短熊长”的怪圈，降低、缩小波动率。那么，在此背景下，“熊市买股、牛市卖股”的策略，是否会依然有效呢？

这是一个很好的问题，但同时又是一个无须过于担心的问题。

我们在探讨失衡的问题时曾说过，人性偏见造成的刻板印象将永远存在，尤其是万千机构、股民构成的乌合之众更能群体性地放大这种人性偏见，所以市场先生表现给我们的状态，总是要么过于乐观、要么过于悲观。

成熟规范的市场的确可以有效降低波动率，但牛熊市的不停转换，却一刻也不会停止。钟摆理论、周期规律不会仅存于过去的经典和过去的市场中，未来一定会继续存在。

过于担心这个问题，无异于杞人忧天。

# 3　三个认识错误

关于价值投资，与本章内容有关的，还有三个争论需要理清思路、明确答案。

## 价值投资做不做波段？

有些市场人士认为，股市未来的涨跌，是很难预测的，价值投资者不应该以预测股市为己任，而所有的波段操作，都是以预测为前提的，因此，所有的波段操作都是一种投机行为，价值投资者是不会这样干的。

对于这个问题，我的认识是：股市短期的涨跌的确是很难预测的，比如下一天、下一周、下一月，股市到底是上涨还是下跌，这是很难把握的。但是在长周期上，股市、股价的高低却是相对容易做出判断的。简单粗暴点，比如我们上边提到的，当股市作为整体跌入15倍以下的市盈率估值时，我们就能认为股市进入低估区域了，也许买入后股市还会继续下跌，但只要把投资周期拉长，收复失地并创造利润，是完全可以有把握的一件事情。相反，当股市整体市盈率达到四五十倍的水平时，我们就应当小心行事了。

所以，这个问题，不是波段可不可以做的问题，而是投资者如何理解波段的问题。我们认为以日、周、月、季甚至一年为限的短周期是不可预测、不好把握的，但把投资期限延长到三五年，甚至十几年，则完全可以测量、定位并加以利用。

也就是说，根据投资时限的不同，波段有大波段、小波段之分。我们赞成做大波段操作，反对做小波段操作。所谓“价值投资不做波段”的说法是错误的。

## 价值投资就是长期持有，永不卖出吗？

在网上我经常看到这种论调，一直非常奇怪，这种观点的出处在哪里呢？我翻阅了不少投资大师的著作，也始终不明就里。大师们鼓励长期持有股票是有的，比如巴菲特就主张以合适的价格购买优秀的企业，然后通过长期持有来分享企业的成长。什么时候说过“永不卖出”这类话呢？我分析“永不卖出”这四个字，是后人杜撰出来附会到大师身上的。因为打着大师的幌子，并且在附会时引用了大师的观点，所以这种说法就很有市场，并且具有非常大的隐蔽性和欺骗性。

我们在前边探讨价值、价格与投资价值的关系时指出，当价格低于价值时，投资价值就会出现，低估的幅度越大，也就意味着投资价值越大；反之，则意味着投资价值的消失，高估的幅度越大，投资的风险性越大。所以从三者间的关系就可以看出，所谓价值投资，就是当价格低于或显著低于价值时买入，然后在价格高于或显著高于价值时卖出。若此定义没有争论，那么“永不卖出”的谬误就不攻自破了。

虽然价值投资常常体现为长期持有（因为价值回复和价值成长的过程可能是一个缓慢的过程），但并不能因此说持有的期限就是评判和区分价值投资的标准。我甚至认为，如果因为价格低于价值买入、两秒钟后价格上涨到价值之上从而导致卖出，这样的买卖过程依然可以称之为投资。与此相对应的是，那些对股票一无所知、随意买入后因为遭到深套而死守多年的行为，依然无法定义为投资。究其实质，还是投机。

## 价值投资，只择股，不择时？

这个问题，在网络上也是争论得比较多的。主张“只择股不择时”的人，也多以大师为例，言之凿凿的样子。可惜，我也没有找到具体的出处。但巴菲特却明确地说过：“大多数人都是别人对股票感兴趣的时候才感兴趣，但没有人对股票感兴趣时，才正是你应该对股票感兴趣的时候。”

我还知道，当年股神为买到某只心仪的股票，他耐心等待了很多年。

## 4　不买也是投资

这句话是我在牛市中经常念叨的，主要目的在于规劝股市新丁千万不要被牛市潮水冲昏头脑。股票的投资规律告诉我们：在股价明显低于价值时买入，在明显高于价值时卖出。但基于大多数散户新手是为牛市吸引而来的现实，我们不得不反复提醒牛市买股的风险。

坚守价值是一种显见的投资行为，但拒绝泡沫也同样符合投资的定义。拒绝泡沫的最好方式，就是忍受住趋势上涨带来的强烈诱惑，不买——今天不买泡沫，明天就能回避泡沫破裂的痛苦。在牛市泡沫期坚持不买节省下的子弹，可以在熊市的泡沫破裂期收获更多的猎物。

谁能记住并做到这一点，谁就能穿越牛熊。

# 第十章
# 楼顶菜园：风物长宜放眼量

股市投资久了，我们会发现，在股市中悟出的道理，能指导生活中很多的事情；在生活中悟出的道理，很多时候也适用于股市。触类旁通，一通百通，这是所有投资者都应努力追求的结果。

# 1　一次分房的经历

这让我想起了我十多年前的一次分房经历，其中的盘算与取舍颇值得玩味。

## 拆迁户

当年在单位里分得一套七十余平方米、两室一厅的老旧宿舍，正住得不亦乐乎呢，因为扩路，突然接到县政府的拆迁通知。一夜之间，像我这样的一百多户民警家庭成了拆迁户。单位里为了解决这部分民警家庭的居住问题，向上边申请集资建房，得到批准后，又想借腿搓绳，把原本没有分到住房的七十余户“无房户”也纳入进来，一块集资建房。

单位里有一块集体土地，盖我们这一百多拆迁户绰绰有余，但若加塞进剩余七十多户民警，就会非常紧张。这样一来，两方不同利益的代表，产生了意见分歧。单位为了尽快平息事态，安抚住拆迁户，在意见未统一前，先开工建设拆迁安置房。但还不甘心，所以在图纸设计上，动了心思：一栋楼，十二层，四个单元，每单元三十六户，也就是同一楼层同一单元中，设计了三户。北边并排两户，南边单列一户，即呈“品”字形分布。南边的是小套，号称110平方米，去掉公摊，实际使用面积90平方米。北边两套是大套，号称130平方米，实际使用面积100平方米。

这种设计方案，初衷是省地，在有限的土地上盖出尽可能多的房子。但是，它损害的必然是每一套房产的质量：倒不是说建筑质量如何，事实上“品”字形结构在牢固程度上可能是最优的，只是房内的结构与布局，尤其对通风、采光等方面产生了极其严重的影响。南边的小套，采光好，但到了夏天这种特别好的采光意味着消暑压力大，同时由于北边两套房子的阻挡，通风非常差；北边两套房子相对南边房子通风稍好，但采光，尤其是冬天的采光非常之差。建房的过程，我多次到毛坯房里探视过，结果发现，在冬天，主卧和次卧边的阳台，十楼之下全天只能见到大约两个小时的阳光。加上大小套房间的内部设计也有诸多不合理处，集资款收取的相对偏高，所以房子还没建好，拆迁户们就已怨声载道了。

原本想加塞进来的“无房户”们见状，也多有到单位里反映这问题、那诉愿的，弄得单位领导好不挠头。最后主要领导一拍大腿：光建拆迁户的，加塞的部分，不再操心了。

于是乎，预留的那部分土地就建成了一个非常宽大的院子。已经建好的房子不可能再拆掉吧，所以整个小区，除了院子让拆迁户们格外满意之外，

关于楼房的建设几乎没有一处满意的地方。

单位自己集资建房，最后搞成这样，也算是奇葩一件。

## 选房分析与取舍

不满意归不满意，房子总是要分的吧？我算了下自己的排名，一百多户，大约在六七十名间，恰好是一个不上不下的位置。这样的名次，面对这样的楼盘，选到心仪的房子，恐怕是很难的。我和一些同是拆迁户的朋友，会经常在一起交流意见。

我个人的分析和取舍过程如下：

1.小套采光好，但夏天可能会比较热，通风较差，实际居住面积只有90平方米，相比大套，居住面积整整小了10平方米，舒适度肯定逊色于大套。所以，直接把小套全部否决掉。

2.大套的房子10楼以下，采光都非常差，通风只是比小套稍好而已，内部构造也没有什么优势，所以要选就选10楼以上的大套房子。

3.楼顶是开放式的，空间比较大，人员可以自由出入——正因为是开放式的楼顶设计，所以建筑设计时，为楼顶进行了非常厚的防水层、隔热层，隔热材料上边，还铺上了花砖，四周有一米半高的厚实的围墙。这一点，对十二楼的住户比较有利。想象得到，晚饭后，到楼顶上来观观光、乘乘凉，是一件相当惬意的事情。而且根据我的测算和分析，将来楼顶的空间，在去除掉安装太阳能的面积之后，还会有较大的节余部分。而这部分空间，将会大有文章可做。

4.因此，我最心仪的房子，是中间两个单元的十二楼的四套大套房子中的任何一套。

5.但考虑到我的排名问题，我认为，我能选择到这四套房子的可能性极小。

我的这番分析，重点参考指标是三个：通风、采光、空间。在现有的基础上，“瘸子里拔将军”，通风越顺越好，采光越多越好，将来可利用空间越大越好。分析毕，听的朋友莫不点头称是。看到大家思想这样统一，我认为我选到心仪房子的机会更加渺茫了。

## 另一种思考

回到家，我和腾妈有了一次至今记忆犹新的谈话。

初始，聊起我和同事议论分房这事儿，腾妈埋怨我："哪有像你这样的，把自己的想法全盘托出，本来没有这些想法的，也被你思想动员过来了。"我哈哈大笑，对太太说："我能想到的，别人当然也能想到，我若说想选三楼，结果却选了十二楼，将来朋友们笃定会责怪我不实诚，这是我不愿看到的。"

当时，我已深刻地认识到，在单位里，一个人的信誉和口碑也是一项非常重要的资产，不可轻视。

腾妈对我说："其实，我认为你的选择未必是最佳的——十二楼有什么好的？最顶层，夏天热，冬天冷，哪天要是停了电，电梯不能用了，光爬楼就能累死个人。"

我问太太："这是你自己想的，还是周围人普遍有这种想法？"太太说："我前几天带几个同事去新楼盘那儿看了看，她们几个都是这样的想法。这些人是我的同事，不是当事人，可能看法更客观，意思表达也更真实吧？"

腾妈的分析，让我大喜。我对腾妈说："要是别人真都像你这样想，那就太好了——其实，你挑的十二楼的这几个毛病，我都一一核实完了，绝对不是个事儿。这栋楼虽然在布局上有诸多不合理处，但单纯从建筑标准上看，还是使用了最新、最严格的建筑要求，外墙有保温层，楼顶有半米多高的隔热层，还进行了十分严格的防漏设计。我看过图纸，找过一位建设局的朋友了解过，十二楼的隔温防水问题是绝对没问题的。至于你说的停电问题，可能几年遇不上一次，完全杞人忧天了。如果按你的逻辑说，住楼的人都不要选一楼了，因为万一地震了，一楼的人压得最惨。"

这次谈话，以腾妈的大笑收场。达成的效果是：选房的事，她全权委托给我，到时若有机会选择十二楼，就选择十二楼。

## 如愿以偿

分房的日子到了，一百多户拆迁户济济一堂，有夫妻二人同来的，有一家三口全来的，像我这样一个人空着手、晃荡着腿来选房的，也有，但不多。按照排名，从高位到低位，逐个地进行挑选。只选了三五套，我就意识到，有门儿！因为排名在前的，多是一些老同志。前五个选房的，竟然都是选在低层的。理由居然都如腾妈所言：年龄大了，怕电梯万一停电，不好爬楼。后来一些年轻力壮的，居然也以选低层为乐：在他们的意识中，顶楼首先就是需要排除的对象，原因也如腾妈分析，"太高，夏天热死，冬天凉死，万一漏水，补救都来不及"。

我比较熟悉的一位朋友，当初我直言看好十二楼的时候力挺我的观点，可轮到他选择的时候，在十二楼还有多种选择的情况下，直接选择了五楼。看到这种情况，我一方面有些情感方面的不适，同时又深为伟大的腾妈所折服——她当初对我的劝告真是太中肯了：我做梦也没有想到，分个房子，在朋友们中间也能有这么多的攻守博弈。

分到我的时候，十二套顶层，居然还有九套完好无损地为我保留着呢。我毫不犹豫地选择了我看中的一套大房。然后屁颠屁颠地跑回了家。各得其所，倒也不错。

# 2 楼顶菜园的空间扩展

这件事情让我感慨良多。当时我已经初入股市，对股市、股票、投资、投机这些基础性问题正苦思冥想。自然而然地，我就把分房这件事情，和股市投资联系到了一块。

## 谋划要长远

分房的时候，拆迁户、主持分房的局领导、待分的房产、排名标准、分配方案以及各方会聚一堂的大会议室，构成了一个有血有肉的大市场。如果按照一种标准、遵照排名，从上往下进行分配，最终的结果，极有可能是绝大多数人都分不到自己理想的房子。但是在排名确定后，不做统一规定，由住户自由选择，效果就出来了。你认为这套房子不好，没关系，有人喜欢。你认为那套房子好，OK，给你了，因为别人未必认为好。

为什么会出现这种情况呢？

因为大家的身份不同、需求不同、看待事物的标准不同，最终得出的结论、做出的选择当然不同。

股市投资，也是如此。同样一只股票，有人买、有人卖，买的人一定是认为值得买，卖的人也一定是认为值得卖。那么零和思维的人认为，这两个人中一定有一个是错误的。但从市场的观点来看，却是非常容易理解的。每个人买卖股票的目的不同、获利手段不同、风险承受能力不同、价值判断不同，甚至投资期限、个人好恶都不同，做出的选择当然不同。举个最简单的例子：甲是做短线的，他通过技术分析，可能认为此股已经超买，技术上有获利回吐的需求，因此他认为短期风险较大，从而导致了卖出。从甲的交易目的、风格、手段、能力来看，你能说他的卖出行为是错的吗？而接手的乙则与甲完全相反，他是一位长线投资者、价值投资者，通过基本面分析，他认为这只股票长期看还有非常多的增长因素，所以相对放长周期看，现价买入是完全有便宜可赚的。在此判断基础上，他选择了买入。从乙的角度看，你能说他的买入行为是错的吗？

说来说去，就牵涉到了市场的本质问题。市场的本质就是一个互通有无、各取所需的地方。也就是一个资源再优化、再配置的地方。

当然，长期的股市投资观察让我们发现，表现最优秀的交易模式，还是投资，不是投机。如果从投资的角度来看待问题，上述例子中提到的甲和乙，谁高谁低，还是一目了然的。甲的投机行为可能会在短期内较乙的投

资行为获利更高、更快，但放到一个更长的投资周期看，则可能乙稳稳地赢过甲。

回到分房这件事情上来：分房的时候，出于各自不同的盘算，大家会做出完全不同的选择来，各得其所，皆大欢喜。

但放长周期，从实际效果来看，则一定有长期获得满足感的，也有长期获得挫败感的。那些长期获得满足感的，才是真正成功的人；而那些在后来的生活中，感受到诸多不便，从而动摇甚至否定当初选择的人，就是现实的失败者。

## 不同的选择不同的结果

理论是这样分析的，那么现实生活中，这些拆迁安置户的感受和表现到底又是怎样的呢？我在警苑小区里已经居住多年了，以我的观察，分化非常严重。

第一，小套的住户，没有一个不抱怨通风不好的。通风不好，异味杂生。心情不好，然后大骂单位领导笨蛋。当初拍板决定设计这栋楼的领导的确笨蛋，但作为选择者，你还是有一定主动权的。你当初干吗去了呢？一骂骂十年。这和股票市场上那些“赚钱认为自己是股神、赔钱就骂管理层瞎胡搞”的人有什么不同呢？

第二，十楼以下的住户，没有一个不抱怨采光不好的。尤其到了冬天，一天一两个小时的“阳光时刻”，确实是太过短暂了。这些住户的衣物晾晒都成问题。楼下一位大妈告诉我，某年冬天她洗了件毯子，在阳台上晾了两个星期，居然还没干，后来凑上鼻子一闻，都馊了。对这些用户的评价，不用多说，可参考上一段。

第三，自搬入小区以来，电梯的确因为损坏或停电而停止运行过，但从来没有超过一天时间的。所以电梯问题带给大家的不便，几乎可以忽略不计。有些腿脚不好的老人，做着电梯上十楼、十一楼，反而感觉比二三楼上爬楼梯的老人还要方便。这让当初因为电梯这一单一因素而选择低层的老人们，非常懊悔。我不止一次地在大院里听到老头、老太太因此抱怨自己的另一半。每遇此境，我就忍不住掩嘴一笑。看问题不抓核心，而仅抓某一方面大做文章，并且还不做深入调查与思考的人，是不值得同情的。

第四，尤其让大多数住户感到不爽的是，对十二楼的住户而言，上述问题几乎全不存在——不仅如此，因为开放式的楼顶设计，十二楼的用户实际上得到了比下边住户更大的活动空间。

对最后这一点，完全可以以我为例，通过我筹建和侍弄的楼顶菜园的事例，来充分地加以说明。

## 楼顶菜园

搬到新居的第二年，儿子到同学家玩，看到同学妈妈在阳台上种的几盆青菜，回来羡慕得不得了。我对儿子说：这好办，我们家楼上有几十平方米的空地，想种菜，还是很容易的。

前边提到，我在选房前曾计算过，楼顶在去掉太阳能占据的空间后，还会余下大量空闲面积的。后来的事实证明，我的计算没有差错。通过实际测量，楼顶还有60—70平方米的空余面积。如果加上太阳能间的空隙，可利用空间更大。

儿子的兴趣让我父爱泛滥、玩心大发。我就找来几个工人，对楼顶的剩余空间进行了一次彻底的清扫——新房建好后，很多建筑材料及后来的装修废料堆积在楼顶——清扫后，一个空旷、敞亮的新世界一下子就呈现在了我们面前。

我找来建筑图纸，寻找到承重墙；根据建筑参数，计算出楼顶每平方米的承重量；在承重墙上边放置了几口大缸，从网上购来一些专业的塑料养殖箱；后来又经物业同意，在一些不影响公众活动的空间里修砌了几处简易的花池；大缸里种上桂花、橘子树，养殖箱里种上油菜、芫荽、葱、蒜等日常菜品；因花池里土壤肥厚，就能种上水萝卜、大白菜等一些稍大型的植物。甚至，后来我还在上边种出了玉米、向日葵等大型作物。

在太阳能间隙，我还见缝插针地放了一些盆盆罐罐，在不影响太阳能采光的前提下，种上了茄子、辣椒等物。

我把水龙头顺着太阳能管道引到楼顶，引到每一处大缸、花盆、养殖箱、花池旁边，需要浇水时，拧开水龙头即可，完全不用费农民躬身拉水浇地之苦。

有一年，我心血来潮，对朋友们说：“我要在楼顶种甜瓜了！”朋友们对此哂笑不已：楼顶那么热，夏天的阳光还不把瓜秧活活蒸死？

我就找来资料，一边学习一边播种。两个月后，朋友们就在楼顶吃到了我亲手种出来的白皮甜瓜。

又一年，我向朋友们宣布：“我要在楼顶种大西瓜了！”朋友们又大笑不已。结果我就在那几口大缸里、桂树和橘树下，种出了西瓜秧，然后顺势

搭出了瓜架，将瓜秧高高地盘到瓜架上。后来朋友看到瓜架上有五个平均重达十二斤的西瓜，莫不惊叹：原来西瓜是这样结出来的，原来西瓜可以像葡萄一样攀上花架！

这些青菜，不上化肥，不打农药，完全无污染、无公害；这些瓜果，任意生长，不熟透不揪摘。太太吃过甜瓜，说："这是我吃过的最甜的甜瓜！"吃过西瓜后又说："原来真正熟透的西瓜是这种味儿？！"

春、夏、秋三季，楼顶一片绿意盎然；四季桂，满树繁花，满楼飘香。到了冬季，我在花池里搭个简易的塑料大棚，把秋季生长好的大白菜、水萝卜圈起来，再撒些菠菜、油菜籽，白菜、萝卜、青菜一直吃到过年。

这种劳动的乐趣、收获的乐趣，又怎是一个爽字了得？

说句实在话，我伺弄楼顶花园，完全是为了成全儿子和自己的一片玩心，我们自己的小家庭是吃不了这些菜蔬的。所以每到油菜蓬蓬勃勃生长起来的时候，我就会在电梯里张贴告示："楼顶油菜成灾，敬请诸友上楼消灾"；辣椒成熟了，我又会告示一张："楼顶辣椒贼辣，敬请勇士品尝"；某日，大葱长成个儿了，电梯里又会贴出告示："楼顶大葱有限，每户限薅十株"，如此等等，不一而足。相亲相爱，倒也有趣。

初始，邻居们不好意思上楼拔菜，我就拔好，拣相熟的送过去。久而久之，邻居们就习以为常了。

无意中，我倒在邻居中间得到了许多诸如"勤快人""好人"之类的称誉。

## 瓜田论股

其实，我在楼顶菜园中得到的，远非这些。

在桂花旁、瓜架下，设一桌一椅，持一杯一卷，这里是我学习和思考的地方；有友来访，客厅局促，邀至楼顶，摘一瓜一枣，这里是我交流和聚会的地方；工作之余，锄草施肥，侍花弄草，这里是我休闲和娱乐的地方；早晨，这里是我锻炼的地方；夜晚，这里是我仰望星空的地方；烦躁时，这里是我沉静的地方；恐惧时，这里是我寻找安慰的地方。

有一次，我在修理甜瓜秧时，看到枝枝蔓蔓，杂压丛生，问孩子："你能辨识出这里生长着多少棵瓜秧吗？"儿子稍作思考，答曰："明白！"他提供给我的方案是：不要数枝叶——枝叶繁杂不可细分，数根——枝叶再多，根茎有数。我听了，拊掌大笑。

其实，股市投资也是如此。市场股票繁繁总总，生意模式千差万别，投资者如何在这繁复混乱中去伪存真、去粗取精？追求枝枝节节，累死而无功。最重要的事情，还是恢复到根本。股票的本质，是股权；股权的本质，是参股；参股的本质，是收益；收益最重要的方式之一是分红。所以股息（分红）才是股市投资者最重要、最本质的收益之源。那些“稳定、长期、可持续”为我们带来高股息率的股票，就是我们最应该苦苦追寻的好股票。

由瓜秧而股票，我在楼顶给儿子上了一堂最简单、最形象的财商启发教育课。

2015年上半年，行情汹汹时，我在楼顶菜园劳作，总是心烦气躁不能平复，最终做出了“拔鲜花种毒草”的行动，这一重大决定让我掌握了此后股灾中的主动权；股灾发生后，在一波又一波的下跌中，我反而心安气定，又在楼顶的劳作中静思时局大势，最终提出“3500点之下坚持定投、3000点之下越跌越买”的应对策略。

可以说，楼顶这一方小天地，因之独立和自由的氛围，在一段时间内，成了我修炼和悟道的地方。

彼时，工作也遇到了一些问题，自己无机可施、闷闷不乐而深陷抑郁中。在劳作中深刻体会出古语讲的“人勤地不懒”的至刚至柔大道，从中汲取到了蓬勃向上的动力，终于走出心理的沼泽。可以说，也是这一方小天地，在最苦闷时，成全了我、解放了我。

看到我把几十平方米的楼顶空间搞得这样风生水起，家人、朋友惊叹不已。其实，他们只看到了植物的丰茂，而没有看到我精神的充盈。

太太说：“你当初坚持选择十二楼，简直是太英明了！”

## 事关投资

太太这声赞赏，实际上有很多值得推敲的地方。这一点，我们在下边的章节中，会抽空做一点分析和说明。这里我想强调的是，通过分房和经营楼顶菜园这件事，我悟出了有关股市投资的两件非常重要的事：

第一，投资要有远见，要能跳出局限性思维；

第二，投资与人生有一个非常重要的相通之处，即心态问题。

下面，我们专门来探讨一下这两方面的问题。

# 3　投资要有远见

“投资要有远见”这句话是不难理解的，从某种程度讲，这就是一句永远正确的废话。稍有人生阅历的人都会明白，不仅投资，生活中计划做任何事，都应该加入“远见”的元素，所谓“人无远虑必有近忧”。但说起来容易做起来难。正如我们知道天下所有交易成功的要领最终脱不得“低买高卖”四个字，真正交易起来却依然有人大赚有人大赔一样。所以问题的关键，不是如何理解这句话，而是如何实现和做到这句话。

## 远见三要素

太太当初赞我选房英明，我不置可否，原因有二：一是大家在选房时各取所需，我也只是选择了我心仪的房子而已——对这部分人来讲，无所谓英明不英明的；二是与那些选了房又后悔或对我选择顶层并充分利用楼顶空间的行为产生羡慕之情的人来说，我比他们多的，也只是一点远见而已。于我而言，是正常的事情，也谈不上英明。

但是，我做到了“远见”的前提又是什么呢？或者说，我是如何做到了“远见”之明的呢？简单地说，有三点：

一是我事前做了精心的调研。选房时多次到现场进行了观察和测算，查阅了相关的资料，调阅设计图纸，咨询专业人士，建设楼顶菜园时，亦对承重、防水等问题进行了精心的计算和规划。虽然受到排名的限制，我还是在许可的范围内做了最大的前期准备工作。这让我在做决策时，有了科学的底气。

二是我在做决断时抓住了核心要素。分房时，应该说大多数人还是抱持着购买多层楼房的原则来选择小高层的房子，这本身就是一种错位。同时，没有看到我们这栋房子的特殊之处。应该说，房子的位置、质量、构造、价格，作为拆迁户、单位集资建房的对象，我们是没有选择的余地的，所以在做选房决断时，不能像普通的商品房购置者那样对房源、位置、性价比等核心要素进行分析和对比。这样一排除，我们需要考虑的核心要素就只剩下三个了，即通风、采光、未来生活空间的扩展问题。让我诧异的是，正是这三个核心要素，尤其是最后一个要素，恰恰为很多人所忽视。归根结底，这些人没有跳出通常选房造成的惯常思维——当我们用惯常思维来思考和衡量新事物的时候，往往就不自觉地跳进了刻板印象带来的局限性思维里去了。对投资，这是非常有害的。

三是我自始至终都秉持着一种长期的思维。说实话，第一次看到这栋楼的

图纸时，我就发现它结构的种种不合理之处，当时即已下定决心，这套房子只会是我的权宜之所，不会是我的终老之地，也就是说，只要未来条件许可，我一定会立即购买更可心的改善性住房。但是在选择时，我却尽量把眼光放长远。我的思维落脚点是：万一将来没有条件达成心愿，只能在这里终老呢？所以我对它的所有规划和设计，都是放在更长的维度里来思考的。太太曾问我："你要是知道我们明年就要搬离此地，还会做这样的选择吗？"我答："哪怕我知道明天我们就要搬离此地了，我也会做这样选择的。"巴菲特说，购买一只股票，如果不想持有十年，就不要持有十分钟。选房和投资股票的道理，是完全相通的。

事前调研、抓住核心要素、始终坚持长期思维，这是我们分房、买卖股票，甚至是做任何人生大事决策时，都必须坚持的三项基础原则。

## 思维的长度

就选择和买卖股票的思维问题，霍华德·马克斯在《投资最重要的事》一书中，曾为我们区分和介绍"第一层次思维"与"第二层次思维"的问题。他举了一个简单的例子，比如对一只股票，第一层次的思维是这样思考问题的："这是一家好公司，让我们买进股票吧"。而第二层次的思维则告诉我们："嗯，这的确是一家好公司，但正因为人人都认为是一家好公司，所以它现在的股价并不低。"所以，在第一层次思维的人买进股票的时候，第二层次思维的人可能选择的是卖出股票。

霍华德告诉我们，第一层次思维简单而肤浅，第二层次思维深邃、复杂而迂回，作为投资者，我们应该摒弃第一层次思维，而努力培养第二层次思维。但是怎样培养第二层次思维呢？大师没有讲。

逆人性是一件很难的事情，大众思想趋向一致的时候也并不一定全错，如何甄别出大众的思想对错并做出最正确的选择，让自己始终保持住高人一等的状态呢？这更是一件难上加难的事情。

但是，我认为，长线思维，很有可能是解开第二层次思维之谜的一把钥匙。正如我们在以前章节中分析的，投资者对股市的短期走势可能是很难把握的，但把眼光放长远一点，对股市当前的定位可能又是相对明确的。对具体的股票而言也是这样，通过自己的估值体系，你给这只股票的估值也许是10元，而它现价只有5元，那么如果我们估值不错的话，放长周期看，10元的估值相比于现价1倍的升幅，这早晚会实现的。如果抱持这等长线思维，那么股价短期内的涨跌，就不会造成任何痛苦和恐慌了。相反，如果只是抱持短炒之心，那么今天5元、明天4元的价格，对于交易者而言就已经构成重伤了。

所以，从这个角度而言，思维的长度决定了思维的深度。

那些总是能以第二层次思维来思考问题的人，往往都是抱持了长线思维的人。我建议普通投资者，能从这个角度来理解和体会长线思维、第二层次思维。

正如人生会有很多不快，但只要把眼光放长远一点，很多不快很快就会烟消云散一样——当你对股市、股价的短期走势把握不定时，想象一下三年、五年、十年之后的情景，也许你就能洞察很多。

辅以我们以前探讨过的股市估值、定位方法，恐慌自去，淡定自来。

# 4　心态问题：投资与人生息息相关

## 心态问题

投资很重要的一个问题，是心态问题。“懂得很多人生道理，但依然过不好这一生”，这番无奈讲的其实就是投资者常常谈论的“知行合一”的问题。虽然知识、技能非常重要，但是能把这些知识、技能转化成实际操作行动的一套完整的心智系统，更为重要。以前在网络上看到有大V否定心态在投资中的重要性，认为一切投资错误都是知识不足造成的，而所谓的心态问题，都是伪命题。我曾专门撰文反驳。我举了两个类似的例子：奥运射击选手埃蒙斯两次将子弹射向别人的靶心从而痛失金牌，中国名将王义夫也经常在最后一枪中犯傻。他们关于射击的技能、知识比别人少吗？发生变异、制造困难的，就是心态问题。

在投资界，这样的例子更是不胜枚举。明明发现某只股票非常具有投资价值，后来的股价走势也完全证实了自己当初的判断，但打开账户一看，购买的仓位竟然小到可以忽略不计。这样的情形，想必很多朋友都碰到过吧。

所以投资者的心态不是不重要，而是太重要了！

分房之前，大家都抱怨通风、采光等问题，但一到分房时，大家还是忍不住“随大溜”地走——既然大家都认为那一套房子是不好的，我为什么偏偏认为它就是好的呢？在这种思维模式下，自己当初的判断，已经不重要了。

## 理想的心态

我曾在《投资大白话》中专设一章，专门探讨和分析股市投资者的心态问题，名曰《最后的障碍》，之所以起这个名字，就是想告诉大家，在懂得很多策略、技能、技巧之后，心态问题可能是阻碍我们成功的最后一道障碍了。

我曾把股市投资者理想的心理状态，归纳为以下五点：

1.终胜思想；

2.永远不要被短期情绪控制；

3.低点兴奋，高点冷静；

4.寻找最舒服的姿态面对市场；

5.放弃暴富思想，静水流深，不疾而速。

这些观点，是我投身股市数十年的心路总结，经过两次大的股灾洗礼，包含着观念、思想、策略、技巧等诸多内容。如果能够内化于心，形成稳定的心理结构，对于经受股市风雨，还是大有裨益的。

巴菲特说："在众人恐惧时我贪婪，在众人贪婪时我恐惧。"实际上，稍作分析就能得出恐惧和贪婪其实本质上就是一回事儿。恐惧是因为希望避免每一次波动带来的损失，贪婪是希望赚尽市场每一分钱。这种赚尽便宜的思想本身就是违背科学规律的。

如果你能认识到中国经济未来强大的发展潜力、建立起对国家、对股市的终胜思想，你就能建立起长远的勇气，克服掉短期暴怒暴喜的情绪，做出的决定就能更加客观、有效，在股市的高点上小心翼翼，而在股市低潮时表现出大捡便宜货的兴奋状态。无论市场处于什么状态，都能根据自己的风险承受能力，通过精心的计算，建立起适合自己的仓位，从而达到调节持仓心理的目的，这样我们就能更容易做出正确的判断。

其实说来说去，要想做到这一切，还有赖于我们建立长期投资思维，遵从股市规律，彻底摒弃赌博思想，追求在市场中长期生存与长期收益。

懂得恐惧，则不再恐惧；精通贪婪，则不再贪婪；不贪不惧，一个成熟的投资者才能真正培养出来。

## 功夫在诗外

投资的时间越长，越能明白"功夫在诗外"的道理。我常常用股市里悟出的道理来指导工作和生活，也常常用工作和生活中悟出的道理来指导投资。我发现，这三者之间原本就是相通的。

比如"低点冷静，高点兴奋"的原则，股市里如此，人生又何尝不如是？我曾写作过一篇《低点与高点，起点与终点》的文章，详细叙述过我的一段职场经历：在外观环境非常被动、艰苦时的坚持和努力，最终带来个人能力和职业生涯的重大进步，从而得出了"你在人生低点处的态度，决定了未来的人生高度"的感悟。

这些道理，和漫漫熊市中依然坚持价值阵地的股民何其相似？其实，追究

起来，投资原本就是工作和生活的一部分，它们遵守相同的规则运行，实在是理所应当。聪明的投资者不应该将三者生硬地割裂开，而应在工作、生活与投资中，将人生与投资水乳交融，达至化境。

工作、生活、投资都做好，就能成为其中的强者，说起来似乎很难，其实只要我们能真正理解其中的区别和联系，努力地领会与追求，我相信，大多数朋友还是能从中受益的。

# 第十一章
# 孩子的压岁钱：定投策略，散户投资的制胜之道

散户最好的投资方式是什么？这是腾腾爸多年来一直苦苦学习思考和努力实践探索的问题。没想到，有一年，在孩子的一笔压岁钱那里得到了启发。

# 1　孩子的压岁钱

## 压岁钱

2016年春节期间，十三岁的儿子得到了2万余元的压岁钱。其中1万元来自于远在他乡的太姥姥，直接把钱打到了孩子姥姥的账户上——以前，每年，腾腾的压岁钱都由姥爷姥姥统一定存进银行，相约腾腾上大学时再集中交还给他打理；另外的1万来元，来自于腾腾爸腾腾妈的七大姑八大姨——从2000元到200元不等。我们家是个大家庭，我和腾腾妈辈分较浅，在家庭生活中因此而“受益匪浅”，腾腾也为此沾光不小。

刚收到压岁钱的那几天，儿子拿着1万来元现金，翻来覆去，沾沾自喜。我不止一次地听他自己在那儿小声地念叨：这么多钱，怎么花呀？能买多少零食呀？能买多少漫画书呀？能买多少圆珠笔呀？

原本，听后，莞尔一笑，并没多往心里去：往年的惯例，就是让他玩够了，再由他姥爷姥姥收走，存在他的定存银行账户上。但那一年特殊——起于2015年的股灾已经经历了三轮，很多股票在我眼中已经跌出很好的投资价值——所以，听儿子念叨多了，心下悠悠一动。心想：不如，拿来给他做一笔股票投资吧？反正现在这个点位，风险不大。更重要的是，可以借机培养一下他在投资方面的兴趣——万一这孩子在投资方面有天赋呢？说不定，中国一代的巴菲特就是我儿呢？

这样一想，顿时兴趣盎然。把想法给太太一说，没想到腾腾妈也举双手赞成。但太太同意归同意，给我设了一个小小的前提：此事必须征得腾儿真心的同意。他若不乐意，此事即到此为止——尊重孩子，从小培养他的独立人格，这一点，我也完全同意。

计议已定，我开始想着如何做通儿子的工作。

## 做工作

某一天，腾儿又坐在沙发上数钱，自言自语：哈哈，我钱好多呀！我看时机成熟，装作若无其事状，问：“你这么多钱，到底怎么个打算啊？”腾儿说：“这些整的，共1万零7百元，是今年我得到的压岁钱；这些零的，共有300多元，是你和妈妈平时给我的零花钱，我悄悄积攒下来的。这1万多整的，我开学前会交给姥姥存银行里的，这300多零的，我会自己留着玩。”

（腾腾妈腹语：呵呵，好小子，真会计划呀，呵呵。）

我沉着脸，略皱了下眉头："你知道吗，现在存银行的利息很低了，定存一年，才1.5%的利息——你知道1万块钱存一年能得多少利息吗？"儿子略一思索，答："150块钱吧？"我说："是啊，才150块钱，唉！"腾儿问："那不存银行，要是放家里，不是一分钱利息都没有吗？"我点头，答："是，你这样的比较很对，很好，很动脑筋了。"

腾儿乐。

我一顿，让他乐够，又启发性地说："实际上，你没必要非得把这些钱存银行或放家里，你可以拿这些钱去投资，这样你的收益就会成倍增长——你不是将来想做大富豪吗？大富豪当然得会投资呀。"腾儿马上来了兴趣，答："是呀，我也想投资，把1万元变成1亿元，这样我就成大富豪了——可是，我不会投资呀。"

（心里乐，腹语：儿呀，口气不小呀，1万元变1亿元，得增长1万倍呢！爹地是做不到哈。）

我笑，说："其实投资的方法有很多种，比如经商，比如买股票，比如买基金。"腾儿眼一亮："唉呀，老爸，你不是会买股票吗？你教我买股票不行吗？"未等我答话，此子接着再说，"老爸呀，买股票赚钱容易吗？"

（腹语：嘿嘿，孺子可教也！）

我沉着脸，很认真地回答他："只要掌握了正确的方法，买股票赚钱是不难的。"腾儿问："能挣多少钱呢？"我答："如果买股票的话，现在市场上很多股票一年的股息率也能高达5%以上了。也就是说，买这些股票，一年光分红的收益就能三四倍于定存银行。如果给我5年时间，加上估值的回归、价值的成长，利润最少还会翻一倍。也就是说，平均一年赚20%，如果换成复合增长率的话——你知道复合增长率怎么算吗——大约每年14%多一些，不到15%的样子。"腾儿答："我小学六年级时就学过复合增长率了。"

说完，跑过去，把去年上小学时的数学课本拿过来，翻了一会儿，找到相关章节，让我看。我耐着性子，仔细看完，恭维他记性好，学得扎实。儿子对我的警惕心完全放松。他问我："一年才增长15%，赚得并不多嘛。"于是我给他算了一笔账："你定存银行一年的利息只有1.5%，而长期投资股票的收益接近15%，将近10倍的差距呀。这已经是一笔非常大的收益了。而且这笔收益是在不耽误你吃、不耽误你喝、不耽误你学习、不耽误你玩耍的情况下得到的，基本上算是手到拿来，轻轻松松获利的。这样

的好事，哪儿找去呢？”

见腾腾还是有些迟疑，我继续给他算账：“你今年13岁，以后每年给我1万元压岁钱，那么5年后总投入就是5万元，只要赶上一波行情，翻倍应该是不在话下的，凭你老爸的操作，这是最低底限。那么到你上大学的时候，大约18岁的时候吧，你就可以单独以自己的名义设立股票账户了，那时候我把这笔钱连同盈利一块交给你，最少10万元吧，你自己开始独立进行投资，你把这些交给我，我和你签代理协议，双方签名画押，你妈妈做见证人，我们以5年为期。钱交给我后，先放到我的工资定投账户上进行操作，你可以经常到账户里查看你的投资，计算你的收益，当然，这个5年之期意味着，这个过程中，你不能随意提出抽资，因为那样的话，你会打乱我的操作计划，可能造成一些不必要的损失——当然，其间如有暴涨，也可能我们会提前终止这个计划。但终止的决定，必须由我来做。”

讲到这儿的时候，腾腾提出了自己的疑问：“为什么非得强调要以5年为期呢？5年时间，这么长！”

## 为什么是五年

这是一个很好玩也很重要的话题。我略一思索，认真地给了他一个尽量完备的答案：

“第一，投资股票和买彩票不一样。你不可能今天买明天就能知道赚没赚。买股票就像我们在楼顶种菜一样，有一个翻地、播种、浇水、除草、生长和收获的过程。这个需要时间。严格地说，这个时间越长越好。越长意味着收益可能就越大。

第二，中国的牛熊周期，基本上就是5年一个大致的循环。也就是说，这5年之中，不出大的意外，基本上就能碰到一轮大的行情。

第三，也考虑到你年龄的问题。你今年13岁，5年后正好18岁。18岁之后，你就可以开设独立的股票账户进行买卖了。你那时候，如果一切顺利的话，就上大学了。上大学了，就成人了，可以自己做很多事情了。”

腾腾妈在旁边问我：“你到时候真打算给他10万多块钱进行股票投资吗？”我很认真地回答：“是的，这笔钱本来就是他的，我当然会返还给他。”腾腾妈追问：“他又不懂股票，万一投资后全赔了怎么办？”

我笑，答：“第一，这5年之内，他是可以跟着我学点皮毛的，而且有了他自己的投资之后，我想他学习起来可能更上心一些；第二，5年之后他就是大学生了，有自己的独立思考能力了，如果真有兴趣的话，对不懂的东

西可以通过看书学到更多的知识；第三，经验从失败中总结出来往往记忆更为深刻——我倒不在意他最初投资的成功或失败。第四，我相信，有我这样的老师，还有腾腾这样的学生，他将来的投资再怎么差，不会出现“全赔了”的问题；第五，即使真的全赔了，也没什么问题，第三条就说了，失败就是成功之母，不过是让他多得一些经验和教训罢了。”

腾腾在旁边听着，眨巴眨巴眼。

看来，还在思考。

## 什么时候买股票

我问他：“还有什么问题吗？”没想到腾腾又问了一个相当有水准的问题：“现在买股票，合适吗？”

我想了想，问他：“打个比方说，一件东西，有时候卖10块钱，有时候卖2块钱，你说什么时候买更合适呢？”腾腾说：“当然是卖2块钱的时候。”我夸他：“聪明！去年大盘在5000点时，股票都涨得很高了，而现在大盘只有2000多点，很多股票已经跌得很多了——你说现在买合适，还是去年买合适？”

腾腾对这个问题并不陌生——我以前就曾多次给他熏陶过——他干净利索地回答说：“啊，是呀，当然是现在跌的时候买喽。”

“对呀！”我拍手，做欢欣鼓舞状，“记住，牛市卖股，涨到一定程度后，要越涨越卖；熊市买股，跌到一定价位后，要越跌越买——千万不要搞反喽。”

对话到此，腾儿面红耳赤、手舞足蹈，已经有点热血沸腾的味道了。他马上敲定方案，对我说：“OK，老爸，对这1万元压岁钱，我们就这样办了！”

## 约法三章

我想了想，又给他约法三章：

第一，投资这件事情，决定权在你，但一旦做下决定，就不能随意反悔——永远要记住5年之期，其间不准耍赖，不准撤资；

第二，操作权在老爸，你可以在业余时间跟我学习相关知识，但一定要记住你现在的最根本性的任务还是学习——即便你将来非常喜欢投资这档子

事，你现在最需要做的，就是打好基础。怎么打好基础？学好语文，学好数学，学好物理化。投资需要各种各样的知识。将来要想当大富豪，你现在必须把文化课学好；

第三，我必须提前告诉你——虽然现在很多股票已经很低了，但买入之后保不准还会变得更低，这就意味着我们的投资暂时会有损失，你现在就得有思想准备，到时候不许哭闹，得能忍住。你得明白，损失都是暂时的，将来一定会加倍挣回来。

这后加的约法三章看似简单，但为了让他充分明白其中的含义，我分条分项地和他谈了几乎整整一个上午。

谈完话的第二天上午，我和儿子正式签订了君子协定。

这是腾腾人生的第一笔投资，也是腾腾爸人生的第一次代客理财。

## 2　投资的五种思维意识

讲到这里，我们可以先总结一下。上边这番谈话，我有意无意地给我的儿子阿腾同志灌输了五种有关投资的基本性思维，即：投资、逆向、长线、风险、价值。

### 投资思维

我通过股票的股息率和长期潜在收益率与银行定存利息的对比，引导他学会正确地选择投资方式。这里边有一个简单而有趣的机会成本的对比。很多专业术语现在当然给他讲不清，但通过实例的计算，启发了他的投资意识。最后他能快乐地做出投资的决定，是他独立思考的结果，没有我强迫和诱惑的成分。中国人传统的思想里，有藐视财富的坏毛病。这阻碍了国人的投资思维的觉醒。我希望我的孩子能在这方面早一点觉醒。足球需要从娃娃抓起，投资这事儿，也是。

### 逆向思维

熊市不买股，牛市白辛苦。当股票价格跌到一定程度后，应该越跌越买；当股票价格涨到一定程度后，应该越涨越卖。很多入市十几年的老手，身经百战（备受摧残）之后，还是只一味追涨杀跌，想来殊是可叹。我希望我的孩子从小就培养成逆向思维的能力。不仅投资如此，人生中很多的事情都是如此。由投资而人生，我会努力让他学到更多。

### 长线思维

投资的大忌：今天播种，明天拔苗。我要孩子从小就树立远大的梦想，从小掐断短线投机、不劳而获的思想。志在长远。是每个成功投资家的必备心理基础。是以，我给他约定5年为期。引导他为自己规划一个18岁之后的投资计划。并且引导他为了将来这个计划，首先做好今天应该做的事——学习，学习，学习。重要的事讲三遍。

### 风险思维

投资有风险，入市需谨慎。你交易的那一刻，就应该下定决心承担起交易之后的一切后果：可能很成功，也可能一败涂地。但即使失败了，也不能哭哭啼啼。风险的思维另一层含义，就是行为的反推：在做投资的决定前，在做好做足充分的预案——成功怎么办，失败怎么办。有计划有策

略，遇到极端情况才不至于惊慌失措，才有可能应对得当。

## 价值思维

价值思维因为与当天的话题——劝说和引导他委托我进行压岁钱的投资——关联度不够，所以暂时没有提及。后来在购买投资标的时，我又慢慢深入浅出地告诉他：买股票，其实就是买企业；买企业，其实就是买产权；买产权，其实就是买它的盈利能力（包含分红能力）。同时，我还举过很多简单易懂的例子，告诉他价值和投资价值的区别，以及价格与二者之间的关系。这些问题，我们在前边都详细地分析讲解过了，这里略过不提。

通过与孩子进行关于压岁钱如何投资的探讨，我慢慢地让腾儿学习和领会有关投资的五种基本思维意识。这五点，我认为适用于所有立志于在股市进行投资的朋友。

## 3　压岁钱的操作实效及未来展望

### 操作及实效

2016年春节之后，我拿到儿子的压岁钱，马上投入到了股市中。考虑到当年春节A股休市期间，港股曾有一波凶猛的下跌，香港恒生指数和国企H股指数整体估值仅有五六倍之数，已经接近或创造了历史极低估值，所以我选择了“H股B”作为主要投资标的，同时考虑到A股的打新收益，又选择了一只彼时格外看好的白酒股五粮液作为投资标的（其实白酒股中我当时最看好贵州茅台的，但儿子压岁钱太少，一手标的也无法购买，故而只好退而求其次，选择了行业老二五粮液）。假期结束、大市开盘后，我按照计划全数买入。2017年春节，儿子又拿到与上一年基本相同的压岁钱，依照约定，又将其中1万元交给我打理。

目前看，2016年第一次投入的压岁钱，已经有了60%左右的升幅。2017年投入的资金时间尚短。这一次，我选择的是一只低估值、高股息的电力股国投电力。同时，2016年的投资标的升幅已巨，为保险起见，我沽出一半资金，随同2017年的压岁钱一起，转仓到了新看好的国投电力中。随着时间的流逝，我相信企业成长和本身低估值、高股息的威力，必然能够逐步显示出来。

在儿子上大学之前，他还有三年压岁钱可投，从现在的点位、估值、市场风格、外观环境看，一轮慢牛行情已经呼之欲出了。根据我的精选个股、周期轮动策略，跑赢大市是没有问题的。如果运气好一点的话，市场行情配合，在儿子上大学时为他赚够10万投资本金，是有可能的。

当然，儿子这五年的压岁钱投资，是以年为单位，逐步加码上去的，五笔投入中，只有第一笔在约定期满时达到五年投资期限，最后一年的投资期限可能仅有半年时间。这就意味着“五年翻倍”的投资目标要求还是非常高的。

### 展望及计划

我们以前探讨过，作为普通投资者，应该放弃暴富思想，长期年化收益率能达到10%即已可跑赢大市，投资水准和大多数基金经理相当，若达到15%，五年翻倍，即已可超过国内外大多数优秀的基金经理。腾腾爸在入市十多年后，也只是把自己的长期投资水准定位在这一目标上。若能实现，已然心满意足。需要说明的是，这里提到的“五年翻倍”，是初始投资基金的投资期限，和儿子压岁钱中提到的“五年翻倍”目标决然不是一回事

儿。

很显然，在定投中实现已投资金“五年翻倍”的目标，是一个更高、更难、更严苛的标准。说实话，我并不敢百分之百打保票可以实现。为了说服孩子，我故意设定了这个较高的投资目标，并且刻意作了声明，届时若达不到翻倍目标，我会拿出家庭资产将不足部分补齐。

至少在目前看，儿子的压岁钱投资，执行得还非常顺利，成果也较为显著。无论将来能否如期实现目标，实际上已不重要。重要的是，我因为这件小事，在儿子心中种下了投资的种子。有投资的意识，便会有投资的后续。我认为未来二十年，处在国运最重要上升期的中国股市将是投资的黄金时期。在最近几年经济转型带来的低迷期中，很多人对中国、中国经济、中国股市的未来充满了很多忧患意识，总体思想偏于谨慎、悲观，但我与这些人相反，我对中国的未来、中国经济的未来、中国股市的未来，尤其看好。孰是孰非，且待时间验证。

# 4 定投策略

关于儿子压岁钱的操作，刚才讲到我制定的策略是“精选个股、周期轮动”，这是从具体的交易层面总结概括的。如果从总体的投资手法上看，这种年年定期投入的方式，正是市场上广为流传的“定投策略”。

## 定投策略

所谓定投，顾名思义，就是定期、定量、定标的投资。

定期，就是投资者自己规定两次投入资金的时间间隔，比如一周一投、一月一投、一年一投等。如何确定，这和投资者的资金来源、资金性质有直接关系。资金充实的规律性决定了定投的规律性。比如，我儿子的压岁钱是一年一次，所以我决定的期限就是一年一投。若投资者定投的资金来源于月薪，一月一投便自然而然。同时定投的前提之一是需要长期坚持，因为只有长期坚持，才能把定投拉平投资成本的优势充分体现出来。这就要求通过定投方式投入的资金必须是“闲钱”，能够长期坚持的钱。

定量，就是投资者规定每次投入的资金量相对固定，比如每次投入1000元、2000元或20000元。投资者“闲钱”的多少决定了定投资金的多少。俗话讲“吃穿量家当”，股市投资从总体上讲还是一个高风险、高收益的行当，在条件、能力允许的条件下进行投资，是成功之要。如前所述，“不要做超越自己能力的事”，这永远是一条投资界的钢铁纪律，不得违背。

定标，就是投资标的，要大致提前选定好，开始投入后，就不再轻易改变。这一点，基本是市场共识。但我认为，单一的投资标的，风险极大，这需要投资者具有高超的基本面分析能力。甚至，仅有高超的基本面分析能力还是远远不够的，因为“黑天鹅事件”从来都是不可预测的。我的解决方案，还是适当的分散。最好把投资标的设为一个组合。如果仅投股票，可按我们前边讲到的组合原则，建立一个“三五个行业、五六只标的”的股票池，对组合内的股票进行均衡配置。2015年之后，我在网上给朋友们做组合建议时，提出要以“低估值＋高股息”的标准选择一二线蓝筹作为选股标准。因为我通过“失衡理论”和自己的估值分析体系判断，当时的中小创还在高估中，而很多估值低、分红高的蓝筹股票反而体现出了极高的投资价值。至今天行文时，两年多的投资实践证实，这个判断是正确的。到目前为止，我认为低估值蓝筹的价值回归之路还没有走完。未来的慢牛行情中，价值股一定会在波折中反复地表现，最终实现价值的完全回归。这个路径能走多久、能走多远，还需要一些货币、金融、体制建设、国家经济等外观环境的配合或限制，需要我们边走边看，进一步观察。只要大的环

境没有发生重大变化，这个过程一定还会继续走下去。

所以，在投资标的的选择上，我们可以充分运用本书前边讲到的方法、体系去进行“精雕细琢”，认真作出选择。

## 定投与择时

各种各样的专业书籍已经为我们验证、推导出了定投策略的有效性，甚至格雷厄姆、巴菲特这些投资界的超级巨星也在多种场合为我们推荐定投策略，认为这是非常适合普通散户的投资策略。2015年股灾发生后，大盘跌到3500点附近时，我即提出，3500点之下散户最好的策略就是定投。之所以提出这个观点，是因为我分析把握了两点：根据大盘的整体市盈率，我认为沪市当时的价值中枢下轨就在3500点左右，低于这个点位，手中有资金就应当不断进行投入；考虑到股灾带来的恐慌情绪一时半会儿难以消散，市场惯性下跌的可能非常之大，所以在市场已现投资机会，但前途未卜的情况下，能有效平抑投资成本的定投策略便成当然之选。

这里面就涉及一个问题，就是定投策略的择时问题。

市场上有一种观点，认为定投策略一俟制定，就应该严格按照计划，时间一到即对确定好的投资标的进行“无脑买入”，不要顾及市场点位。也就是说，定投是一项不择时的懒人策略。我认为这种观点是值得商榷的。

正如我们在以前的章节中分析的，大盘短期的涨跌是无法预测的，但长期的走向却可以大致把握。通过确定的估值体系，市场在总体上处在什么水平位置上，还是能测算出来的。当市场整体市盈率低于历史平均市盈率时，我们就可以通过定投来平抑，甚至降低成本；当市场整体市盈率高于历史平均市盈率时，我们就应当减少或停止定投资金；而当市场整体市盈率已经远远超过平均值而迫近历史高位时，就是我们果断退出的时候了。

一句话，我认为定投策略，也适应我们前边提到的“大波段操作”原则。

## 定投与均衡

那么，当市场整体市盈率过高、按照我们上述确定的原则、已经不适合继续执行定投策略的时候，后续赶来的定投资金如何处置呢？

这一点，我们要灵活运用前边提到的“均衡策略”：在不同市场间选择投资标的——比如在AH股间搬砖，有能力的投资者，甚至可以在中美、中欧、中英股市中搬砖；在不同投资品类间选择投资标的——比如我就曾在2015年股灾来临前后，将资金在贵金属和股票、政府债券间分配；选股能

力强的朋友，还可以在不同的股票间选择低估的标的——除了在市场极度疯狂的情况下，正常时，市场总是存在着一些有潜力的低估值品种的，找到它，然后定投它。

所谓定投“只择股不择时”，应该是对这些择股能力超强的投资者而言的，但很显然，能有这种能力的投资者已经不是普通投资者了。所以针对普通投资者，我个人认为，还是应该另当别论，回到我们上边提到的原则上来。

其实不论对哪一类投资者，在市场疯狂时，抽出定投资金、手握一段时间现金都是聪明的。在没有好的投资标的的情况下，退场休息，也是投资者应该学会的本事。

当然，面对困难，知识储备越丰富的人应对的手段越多。作为投资者，我们在掌握了一些基本投资技能的基础上，一定要多看书、多思考、多学习、多实践，不断地扩充自己的能力边界。虽然本书旨在为普通投资者找到一条相对简单可行的投资道路，但并不排斥有能力、有天赋的投资者去尝试挖掘自己的天赋和潜能。这二者本身是一个前后延续的关系，并不互相排斥和矛盾，更不是腾腾爸反对的事情。

# 5　普通投资者的最好投资方式

如果我说巴菲特就是符合腾腾爸所言的“大波段操作”的定投爱好者，很多朋友一定会表示惊讶，甚至哈哈大笑吧？其实，不必惊讶，事实原本就是如此。

奥秘就在巴菲特身后的伯克希尔公司。

## 伯克希尔的奥秘

伯克希尔是一家保险公司，它的保险业务积累出的浮存金，为巴菲特的定投事业提供了源源不断的“现金流”。所以我们看到，每当市场发生恐慌性下跌时，股神就逆流而动，开始出手了。

第一，他采取的是定投方式，虽然这种定投的时间间隔不定。但高手不必拘泥于细枝末节。第二，他采取的是大波段操作——通常选择在市场大幅下跌中购买股票；第三，他坚持的是长期投资，用的都是资金成本极低的“闲钱”。与我们上一节讲的定投策略在精神实质上完全无二。

当然，巴菲特“定投”的资金来源并非浮存金一项，持有股票的分红，以及逢高卖出他认为已经高估的股票回转的资本金，都在此列。

巴菲特和伯克希尔的例子，也给我们普通投资者提供了一个极好的投资范例。这个范例有三个要点：

1.投资者必须坚持长期投资——主要是通过定投的方式实现；

2.投资者应有源源不断的后续资金；

3.投资者应该坚持“大波段操作”原则。

三点之中，最核心的是第2点，因为它意味着万一碰到股市下跌，甚至被满仓套牢时，投资者还有充沛的现金流用以自救。

这一点，恰恰是大多数普通投资者所天然具备的。

## 像巴菲特那样赚钱

参与到市场中来、占到市场95%以上比例普通投资者，大多为工薪阶层或隶属于工薪家庭。我们用于投资的本金来源，就是自己和家庭成员的薪资

收入。如果把一人比喻成一个小小的伯克希尔公司，你的工资中扣除日常开销的节余部分，应相当于这家公司为你的投资事业提供的现金流。

我们以前在分析机构投资者和个人投资者的优劣势中提到，个人投资者的优势之一就是资金没有成本压力、没有时间压力。另一大优势就是，个人投资者的本金是能随着时间的延长而源源不断地增加的。

所以基于上述思考，我认为对普通投资者而言，最好的投资方式就是，一边努力工作，一边到股市里来投资赚钱。

工作为我们的投资事业提供了最基本的资本保障，而成功的股市投资，则让我们做到“让钱生钱”，其实质就是加倍放大我们的工作回报。

想象一下，我们能像巴菲特那样投资和赚钱，这是一件多么美的事情啊。

讲到这里，我忍不住地提醒您：一份稳定而报酬丰厚的工作，对普通投资者是多么重要啊！

嗯，不错，这就是本书的最后一章所要强调和探讨的内容。

# 第十二章
# 一桩婚恋引发的话题：什么才是人生最大的投资

除非生于富贵之家，生活中绝大多数人的理财投资经历是从积蓄开始的，而绝大多数人的积蓄来源又主要依靠于工作。所以厘清工作和投资的关系，对普通投资者而言，意义重大。但是生活中，人们对于工作，尤其是对于工作和投资的关系，常常误解多多。我发现并关注这一现象，是从一桩婚恋故事开始的。

# 1　一桩婚恋故事

七年前，我的一位朋友，独生女儿到了婚恋年龄。因为女孩长得漂亮，虽然只是单位临时工，但追求者众。摒除那些明显不合适的，最后剩下两个小伙子可供选择：第一个小伙子，来自农村，大学毕业后经过社招的方式，进入公务员队伍，在小城某行政机关工作；第二个小伙子，没有什么学历，也没有什么正式工作，但是家境很好，父亲做着煤炭生意，在县城附近有一定的知名度，也就是说，这位小伙子称得上小城“富二代”。

## 择婿的计算

这两个选择对象的优劣势一目了然。

第一位小伙子的优势在于：1.文化素质比较高，可以推断内在的涵养至少不会太差；2.有固定的工作，旱涝保收，比较体面，将来的政治前途也相对明确；3.社会关系比较简单，婚后的家庭工作重心显然会倾向于女方。

劣势在于：1.出身农村，家境一般，来自家庭的援助力量有限，人生的一切奋斗主要靠独立完成；2.经济条件相对较差，公务员，死工资；3.农村人，没见过多少世面，也不太会哄女孩子开心。

第二位小伙子的优势在于：1.家里比较有钱，据说父亲有千万身家，弟兄两人，哪怕一人一半，也能分得数百万元家产吧；2.受家庭影响，头脑比较灵活，会来事儿，很会讨人欢心；3.出身虽然谈不上显贵，但显然好于一般家庭，有一定的社会关系网。

劣势在于：1.没有固定的工作；2.没上过多少年学。

通过比较可以发现，第一位的优势恰是第二位的劣势，第一位的劣势又是第二位的优势。从某种程度讲，这二位是完全相对的两个方向上的选择。

自然地，朋友和他的太太就有了探讨和争论。最后老两口达成一致意见：自己就这么一个宝贝女儿，又没有好的工作，如果嫁给公务员，无钱无势，无车无房，可能会穷一辈子——人生在婚姻的起点上，就输掉大半了。而嫁给富二代就不同了，登记就买房，结婚就购车，有车有房有保障，小家庭从婚姻的起点上就一跃而入富足的行列。

第一位小伙子，我认识。不仅我认识，朋友圈里很多人都认识。小城太小，低头不见抬头见的情况太多了。在我的印象中，这位小伙子，个人素

质很好，有文化，有理想，聪明而勤奋。和朋友的女儿有过一段工作上的接触，有意向交往。我认为如果他们能够婚配成功，是比较理想的。

但现实就是这么残酷——这位小伙子当年一个月不过2000余元工资，而另一位富二代的父亲为了促成婚姻，找中间人许诺，只要小孩成婚，买车买房，并一次性给小家庭200万元现金，作为孩子成家立业的基础。很简单的计算：一个月2000余元工资，一年收入不过3万元。200万现金，按当时2%上下的一年期定存利率计算，一年光利息就能达4万元，如果往社会上放贷，年息5%，年收入即可达10万元。富二代的优势更加明显。

我和太太一块去参加了朋友女儿的婚礼。那位公务员小伙子也前往祝贺，在众人的欢声笑语间腼腆无语、颇显落寞。

## 残酷的现实

回来的路上，我和太太聊天，也为这桩婚恋选择产生了一点小小的争论。我很遗憾，认为朋友为女儿做的选择，极有可能是错的，公务员小伙子的价值被明显低估了。太太则认为，作为父母，希望自己的女儿过得富裕一点无可厚非，在经济上的对比，根本不用计算，孰高孰低一目了然。

争论来去，太太拿我打趣："你是屁股决定了脑袋，因为你也出身农村，天生具有支持第一位小伙子的倾向"又说，"现在的小女孩多现实啊，找对象首先要有车有房，哪有我这么笨的？"

我哈哈大笑，和太太打赌："那就以这位朋友女儿的婚姻作为一个参考，十年、二十年后再来看看结果吧。"

其实没用等十年，现在对比结果就已经基本上明朗了。婚后，那对小两口很快有了两个孩子，大的今年6岁，小的4岁。女方一心一意在家看孩子，没有工作，男方出去做了两年生意，我们也不知道是成功还是失败，只看到他这几年就那么在社会上漂着，有一帮喝酒的朋友，有一帮唱歌的朋友，有一帮打架的朋友。我们也不知道他们现在还有多少钱，只知道这小两口吃住在女方父母家，已经完全沦落成啃老一族了。如果他们那200万元没有损失，还在手中的话，存放在银行，一年也就三四万元利息吧。这样的收入水平，的确很难生活。现在小城里单位的临时工，交"五险一金"的话，一年就能拿一两万元的工资了，如果不交保险，怎么也得年入3万元上下。若是放贷出去，看前两年的情景，不知能不能收得回来？那就更惨了。

男孩的父亲还在做着煤炭生意，前几年因为行情不好，资金链断裂，一度跑路，现在回来了，据说又重新运转，但元气大伤，景象大不如前。客观

地讲，就是景象一如从前，他也不可能一辈子大手大脚地供养孩子的一家，毕竟他有两个孩子，自己也得生存。

最近我和朋友一块吃饭，闲聊间，只听到朋友的唉声叹气：一是怨亲家对这边照顾得少，“媳妇哄到手，变脸了”；二是怨女婿不争气，“中看不中用，光会玩不顾家”；三是怨自己命不好，“就这么一个女儿，竟然把婚姻搞成这样”。

怨气冲天，贻笑大方。我忍不住偷偷捂嘴笑。

反观当年那位公务员小伙子，变化也很大，娶了一个同事，跟他一样来自农村，但短短七年时间，小两口也置了房，买了车，虽然有按揭，但两个人月工资1.5万元左右，基本上没什么压力；小伙子工作甚好，最近升了职，成了单位里最年轻的中层干部，前途一片大好。也有了孩子，前两天我见他太太，又挺起了肚子。一家人在一块，其乐融融，羡煞旁人。偏偏和我朋友又住在一个小区里，真是应了前边的一句话：低头不见抬头见。两相对比，难怪朋友心情不好。

所以我认为朋友的怨气之中，还有一些不好倾诉的苦水，唯有自吞自咽。

## 疑惑陡生

和腾妈再聊起这事，她也感慨良多。有一次，问我：“这个例子是不是有一些偶然性在作怪啊，这一方的男孩特别优秀，另一方的男孩特别差劲，一上一下才造成了今天的差异啊？”我答：“朋友的女婿有点小毛病，但都是公子哥的通病，也就是喜欢享受、不能吃苦，他既不吸毒又不赌博，至少还不是特别差劲的；另一方的小伙子，就是一名普通的公务员，优秀，但绝对也不是特别优秀，他走的路子，基本上就是一名普通工薪阶层常走的路子，中规中矩，按部就班。所以这个案例，还是很有说服力的。”

腾妈听了我的分析，颇为赞同，但疑惑随之而来：“那么问题出在哪儿了呢？明明一方是富二代，一方是普通的工薪人员，怎么还不到十年，家庭生活就相差这么大了呢？”

我答：“婚姻的基础是感情，从道义上讲，它是不能从经济的角度来考量的。但是很遗憾，我们这位朋友，在为女儿做终身大事决策时，首先没有从道义的角度出发，其次即便是从经济的角度说事儿，他当年的计算，也犯了一个致命的错误——工作是一项非常重要的资产，他忽略了这一点。而且，他压根就不知道，工作不仅是一项资产，对绝大多数普通人来说，还是一项非常重要的资产。”

正如我之前说的，在筹算取舍中，他低估了第一位小伙子的身价。

# 2　工作是一项资产

不仅我这位朋友，可能大多数人在思维上都存在一个误区，即：工作是工作，资产是资产，二者风马牛不相及。出现这种误区的根本原因在于，没有搞清资产与净资产这两个概念的区别和联系。

## 资产与净资产

众所周知，在会计学上，资产包含着两部分内容：负债和股东权益。所以资产负债表的基本逻辑就是：

资产＝负债＋股东权益

简单一点，股东权益就是“自己的钱”，负债就是“借来的钱”，也就是“别人的钱”。“自己的钱”加上“别人的钱”，才是我们可以总共可以支配的钱。

“自己的钱”，也就是股东权益，还有一个别称，就是我们日常挂在嘴边的“净资产”——请注意，资产和净资产，不是一个概念。这两个概念首先在外延上就是不一样的：净资产只包含着你“自己的钱”，而资产不仅包含着你“自己的钱”，也包含着你“借来的钱”。换言之，从所有权的角度，资产并不一定就是你自己所有的钱。

原来负债也是自己的资产——大家想一想，这跟我们平时关于资产的概念是不是稍有那么一点不同呢？

是的，我们平时提到资产时，总是本能地首先想到“自己的钱”，也就是净资产，自然而然地去掉了负债这一项目。实际上，我们把资产完全理解成了净资产，让这两个概念互相替代、彻底地模糊了。

## 工作的资产属性

如果一个人，有着一份工作，又通过工作积累了一部分资金，可以用这部分资金投资股市，那么这个人的资产状况如何表述呢？我们可以把这个人的资产简单地分成两个部分：一部分是工作，另一部分是他积蓄下的资金。即：

（普通工薪阶层的）资产＝工作＋积蓄资金

拿这个公式和上一个公式相比，我们可以很容易发现，这里的工作，相当

于上一个公式中的“负债”，而这里的资金，则相当于上一个公式中的“股东权益”。

资金项好理解，因为是自己的积蓄，当然就是“自己的钱”，当然就是自己的资产。而工作项却有一定的隐蔽性。因为除了自己开公司、自己为自己打工，否则我们中的绝大多数人都是受雇于国家、政府、公司、企业或某一个个人。对于后者来说，我们很容易产生疏离感，认为那个工作、职位，并不是我们自己的，我们只是依靠它来挣点养家糊口的辛苦钱，因而顺延地推论，那并不是我们的资产。实际上在会计学上，负债就是我们的资产，相应地，在生活中，工作也是我们的资产。

负债和工作究竟是不是我们的资产，还可以从资产的定义中去找寻。

资产在一般教科书上的通常解释是：在一定时期内能有效使用、持有或者处置，从而为自身带来经济利益的那部分资产。也就是说，无论是负债还是净资产，无论是你自己的钱还是别人的钱，只要你能有效地使用、持有或者处置，并为你带来可能的经济利益，那么这项资产无论最终的所有权是谁的，在持有期内，它都是你的资产。

同理，工作、职位可能所有权不是我们的，但是它既然能为我有效持有、使用，并且带来相对固定的收入（工资），完全符合所有关于资产的定义要件，对我而言，它理所当然地就是一项资产。

因此，请记住这一点：工作虽然不是我们的净资产，但它的确是我们的一项资产，相当于会计项目下的负债端。

## 工作的资产特征

当然，需要强调的是，工作不仅是一项资产，它还是一项特殊的资产，从投资和理财的角度，具有如下三个鲜明的个性特征：

**1.**工作能持续、稳定地为我们带来相对固定的收益。在你未辞职或未遭解雇之前，也就是在你的持有期内，它就像一只永续债，为你带来固定的孳息。

**2.**工作能随行就市地保值增值。同样一份钳工工作，二十年前每月工资可能只有三百元，而今天可能就上涨到了五千元。物价在膨胀，工资也在增长。在一个正常的社会里，工薪总是随着物价和生活水平的提高而提高。事实上，工作可能是世上最好的一项抗通胀的保值增值的工具了。

**3.**无法买卖。除非你自我创业、自任老板，只要是受雇于人，你工作的所

有权，都不是你的。你所能做的，只能是依托于工作，付出自己的劳动，收获自己应得的那部分工薪。也就是说，对于工作，我们只能持有、使用和收益，但是没有最终的所有权，无法像处置自己的净资产那样自由买卖。生活中虽然也有买卖工作的例子存在，但那大多是社会阴暗面、不受法律保护的产物。很显然，那不在我们的讨论之列。这段话的意思是：如果我们通过计算得出某项工作价值1000万，只是说这项工作相当于1000万永续债一样给我们带来相应的收益，并不是说你可以把它卖掉，从而兑现出1000万。

既能带来固定收益，又天然地具有保值增值的功能，这两项特征决定了工作不仅是一项资产，而且还是一项非常优质的资产。无法买卖的特征又决定了，在安置这样一项优质的资产时，你只有两条途径：要么拥有，要么丢掉——因为不能买卖，所以在决定拥有或丢掉时，一定不要意气用事，要慎之又慎。

# 3 工作的价值计算

## 估值计算

既然工作是我们的一项资产，那么就应该可以对它进行经济学上的计算。如果把工作当成一项不能买卖的永续债，那么这项永续债的价值还是非常好推导的：

净收益÷折现率＝工作价值

公式中的净收益，是指你的工资，而且是扣除掉国家规定的需要缴纳的各种保险、税费之后，能交到你手中由你自由支配使用的那一部分。这样才能保证在你退休或受到伤害后，有足够的保险金保障下半生的生活。最典型的就是公务员，每月打到工资卡上的那部分工资就是我们这里讲的“净收益”。对于折现率的选择，我们可以相对于银行存款，根据自己的风险喜好不同，选择不同期限的存款利率。相对于存款的年利率，我们把净收益选定在扣除各种保险、税费的工资年薪上。这样，工作的价值计算公式就变换成了：

年薪÷利率＝工作价值

任何资产的计算，都是一种估算。比如企业要卖掉自己的某项资产时，委托不同的机构进行价值估算，得出的结论可能不尽一样，很多时候，数值差距还非常大。对这种现象，我们不应该奇怪。因为作为买方来说，天然地有把资产低估的倾向，作为卖家来说，又天然地有把资产高估的倾向。从专业的角度讲，估算采用的是权益法，还是成本法，也会对估算的结果产生重大的影响。

所以对工作价值进行计算时，不要过于斤斤计较它到底是值320万，还是值321万。这一点，如同对待股票的估值一样，最多是一个大致的范围。

对某一个具体的人来说，年薪是固定的，只是在利率的选择上会略有不同。风险喜好小的，可以选择一年期法定存款利率；风险喜好大的，可以选择三年期、五年期法定存款利率，甚至更高一点的十年期国债利率。

举个例子，某个时期，国家法定的一年期银行定存利息率为1.5%，两年期定存利率为2.0%，三年期定存利率为2.5%，五年期定存利率为3.0%，十年期国债利率为5.0%。如果此时一个人月薪5000元，则年薪为6万元，那么他这份工作的价值怎么计算呢？

根据上述公式，取一年期定存利率为折现率，则工作价值为6万÷1.5%＝400万。取两年期定存利率为折现率，则工作价值为6万÷2.0%＝300万。以此类推：三年期为240万，五年期为200万，当取十年期国债利率为折现率时，则工作的价值只有120万。

因为在处置资产时，资产的价值越高，人们对待它的态度就会越谨慎、保守；资产的价值越低，人们的态度就会越偏向风险和开放，所以我们说在估算工作价值时，选取的折现率越低意味着风险偏好越小，折现率越高则意味着风险偏好越大。

## 恰当选择折现率

那么，究竟选择多大的折现率，对我们普通人才比较贴近现实呢？

为了把复杂的事情讲得简单点，再举一例：假如有两个人，一个拥有一份工作，通过计算，现在工作的价值大约400万元；而另一个人没有工作，却有400万现金，他可以通过投资来保障生活。站在当前的时点上，两人拥有的资产是完全相同的。

那么未来十年、二十年或者更远的将来，两人将怎样生活呢？

先看第一个有工作的人：

1.他的工作将为他带来相对稳定的月薪、年薪，如上所述，像一只永续债一样。

2.他的工作将随着经济社会的发展水平而自然地实现保值增值。目前已有足够的历史数据表明，长期而言，人们的工资涨幅将与国家GDP及通货膨胀系数（CPI）大体同步。也就是说，随着工资的提高，工作的价值也随之水涨船高，长期复合增幅约等于GDP增速与CPI增速之和。

那么拥有400万现金的人，要想通过投资来获得与第一个拥有工作的人相当的生活水平，他必须做到以下几点：

1.他的投资收益率一定得赶得上国家经济增速，这样才能保证他的资金价值保持住相对的分量；

2.同理，他的投资收益率一定还得涵盖掉通货膨胀系数，即CPI，这样才能保证他的资金购买力不被通胀吃掉；

3.在涵盖掉上述两项之后，还得有一定剩余的增幅，保证多赚一些钱以保持与第一个工作的人相当的薪资水平。

也就是说，这个拥有现金的人，投资收益率应当等于GDP增长率＋CPI增长率＋能覆盖掉工作薪金的增长率。

我们以前探讨过，股票市场长期的投资复合收益率能达到20％的就是股神级的，这是极少数人才能做到的；能达到15％的就是优秀级的，这是一小部分人才能做到的；大多数人能做到10％就是不错的。如果我们承认自己只是普通人，那么把长期投资复合收益率设定在10％就是合理的。

以此反推，目前中国GDP增速约在6％—7％区间，市场普遍预测，未来很长一段时间，将以此为中枢上下波动；目前CPI增速也在1％—2.5％区间。如果都取中位值的话，二者之和约为8％。那么就意味着，普通投资者10％的投资收益率中，约有2%的部分是可以用来覆盖掉工作薪金的。

以上述推导过程为准，则以2％为折现率推算工作的价值，对普通人而言是相对客观的。考虑到GDP与CPI的波动，相对客观的折现率也应是波动的，我认为在1.5％—3％是合乎普通投资者的身份定位的。而这个范围，恰是银行一年期定存利率近几年的大体波动范围。这就是我在测算工作价值时，倾向于选择法定一年期定存利率的原因所在。

如果一个月薪5000元的人，选择当前法定一年定存利率1.5％为折现率计算，则其工作价值相当于400万元。另一个拥有400万元现金的人，通过投资生活，从长期而言，他能实现大约10％的复合收益率，去掉GDP和CPI增速的影响之后，则还有大约1.5％的收益用来生活。这样，这两个人的生活水平，将能长期保持大体相当的水准。

## 解疑释惑

知道工作是一项资产，并且知道如何大体计算工作的价值之后，我们可以回过头来解释我太太的疑惑了——明明富二代的经济起点要高于农村出身的公务员，为什么短短7年的时间，就呈现出了与我们起初想象的完全不同的景象：

1.公务员小伙子当时月薪2000余元，按最低数算，年薪2.4万元，取2％为折现率，则意味着他的工作当时大约价值120万元。富二代结婚后，父母赠送一车一房外加200万元现金，当时小城一套100平方米的房子大约20万元，一辆中档轿车大约20万元，我们按高了算，50万元吧，那么富二代结婚时，他共有资产大约270万元。这样看起来，公务员的资产状况，明显低于富二代。

2.但是，不要着急，公务员找了女朋友，也是公务员，这位女朋友的工资水平也应与之相当，则意味着结婚后，这位公务员的家庭资产总额一下子

上升到了240万元。跟富二代相差并不大了哟。

3.事情还没有完，工作是具有天然的保值增值的功能的，这些年小城的工资水平也在不断地水涨船高，如前所述，公务员夫妻二人目前月薪总额已达1.5万元，年薪则达18万元，如果还以2%作为折现率的话，则意味着夫妻二人仅工作这一项资产就价值达900万元。

4.富二代呢？如果他的资产也达到900万元，则意味着7年时间共增长230%，平均年增长率至少33%，复合增长率约20%。如果通过股市投资达到这一水平，这位富二代必须达到股神的水准才行。

5.显然，这位公子哥是做不到的。

这就是富二代7年后不如公务员小伙子生活好的原因所在。

那么我朋友在择婿方面犯了哪些错误呢？

1.他在筹算公务员经济水平的时候，少算了工作这一块优质资产。也就是说，他低估了公务员的资产。

2.他在筹算富二代的经济水平时，只是计算了静态的净资产，而高估了他的赚钱能力。也就是说，他又在实际上高估了富二代的资产。

一方高估，一方低估，所以他在错误计算的基础上很自然地做出了错误的选择。目前只是七年之差，以我的判断，再过十年、二十年之后，朋友的女婿和那位公务员的生活差距将会拉到一个更加让人汗颜的地步。父母的短视，造成儿女的被动，想来真是让人感叹。

# 4　辞职要慎重

## 一个危险至极的观点

对股市投资者来说，辞掉工作、专事投资，是一个非常诱人的话题。尤其牛市汹汹时，这种论调总是不绝于耳。网友们的主流意见是：只要在股市投资中得到的收益能够覆盖掉工作收入，就可以辞掉工作专事股市投资了。甚至有一些基金经理、专业投资者，也是这种观点。

但当我看到这个答案的时候，倒吸了一口冷气——因为在我看来，这种观点，危险至极，甚至可以说，愚蠢至极！比如，一项工作，按我们的上述算法，价值1000万，每年可以为我们带来30万的年薪收入（也就是说，折现率是按3%计算的）。那么按上述意见，我们在股市中投入一定资本，只要每年也可盈利30万以上，那么就可以辞掉职务、专职股市投资了。

应该说，不同的人，有不同的投资能力。如果年化收益率在10%的人，30万的收益则意味着需要300万的本金；如果年化收益率在15%的人，则意味着需要200万的本金；如果年化收益率在20%的人，则意味着需要150万的本金就可以实现他们口中的“财务自由”了。

但是，这种假设的风险性在于：

1.经济发展和通货膨胀是永远不停地进行着的，根据工作能随行就市地保值增值的特点，现在价值1000万的工作，十年后可能价值自然升值到2000万了，如果折现率还是保持3%的水平的话，则意味着十年后的年薪将达到60万。

2.当年拥有300万本金的人，如果本金并无增长，那么十年后要想同样达到工作年薪60万的水平，则必须要求他的投资收益率达到20%的水平，以此类推，拥有200万的人，则必须把投资收益率提升到30%；拥有150万的人，则必须把投资收效率提升到40%！

3.长期年化收益率能达到20%就是股神级的了，你们认为能符合这样条件的人，生活中会有多少呢？

4.工作收益几乎没有波动的风险，而股市投资则有很大的不确定性风险。说白了，就是股神，也不能保证年年都能不差一毫地达到某一收益水平。年化收益率和每年达到的实际收益率还不是一回事儿。万一哪年收益不

好，为了保持与工作相同的收益，就必须损失本金，而一旦损失本金，则意味着对投资者下一年的收益率有了更高的要求。对熟悉股市投资科学的人来说，这是一件多么艰巨的挑战啊。

我想巴菲特是不会干这样的蠢事的。

所以，仅仅股市投资收益能够覆盖掉工作收入，是远远不够的。这种观点，本就不经推敲。

## 资产结构角度下的选择

除了收益的角度，我们还可以从资产结构的角度来重新分析一下这个问题——这就更形象、更有趣了。

如上所述，一个工作着的普通投资者，资产结构包含着两部分内容，一部分是工作，另一部分是积蓄下的资金，如果一个人的工作按我们的方法计算价值1000万的话，而他手中又拥有300万的积蓄，则他的资产总值就是：

资产=**1000**万+**300**万=**1300**万

从总资产结构上看，工作占了他总资产的77%，而积蓄仅占总资产的23%。辞掉工作就意味着主动放弃了77%的总资产的使用权和收益权。从理财的角度看，抛掉自己资产的大部分的行为，是理性的吗？很显然这是一件非常愚蠢的事情。如果我们拥有的积蓄不是300万，而是更少的200万或者150万，则意味着我们辞职抛掉的资产部分比例更大。愚蠢性会更大比例地显示出来。

## 辞职的阈值确定

从上述分析对比上看，我们并不能因为用余下的300万、200万或150万的投资能够达到1000万工作的收益，而就有抛掉1000万工作的充足理由。这就跟你有100块钱，丢掉1块钱可能毫无感觉，丢掉10块钱也可能没有什么感觉，但丢掉80元、90元就可能让你很受伤一样。因为不同的人，对痛苦的感受程度是不同的，有的人丢掉1块钱没有感觉，有的人丢掉10块钱没有感觉，有的人则丢掉20块钱也没感觉一样，所以对不同的人，对辞掉工作的阈值限定是不一样的。

对有100块钱而丢掉1块钱没有感觉的人来说，则意味着只有资产是工作价值100倍的时候，辞掉工作对他才是没有痛感的；对丢掉10块钱没有感觉的人来说，则意味着只有资产是工作价值10倍的时候，辞掉工作对他才是

没有痛感的；同理，对丢掉20块钱没有感觉的人来说，则辞掉工作的前提，是资产价值大约相当于工作价值的5倍。

因为我自感无端丢掉1块钱是我可忍受痛感的界限，所以对我来说，只有当资产价值是工作价值100倍的时候，我才能对辞掉工作毫不介意。所以有一次网上撰文，我说根据测算，我工作的价值大约500万，那么这就意味着我总资产达到5亿元的时候，才会对这500万的工作不是那么介意。此语一出，喷者甚众。他们以讹传讹，很快谣传说腾腾爸把自己的工作价值计算成5个亿了。对这类谣传者，我真为他们的理解力难过，实在是无言以对。

我的意思是，你决定是否辞职，即丢掉工作这项资产时，你是选100倍的阈值，还是选50倍、10倍，甚至是3倍、2倍的阈值，完全应根据你自己对痛苦的感受程度以及你真实的投资能力而定。

你若天天都能在股市里抓涨停，我认为你可以不受任何限制。

# 5　最大的投资

在网络上，我不止一次地写文章表达这样一种观点：经营好家庭、干好工作才是人生最大的投资。后来我发现，质疑者和赞成者一样众多。尤其是对于工作的价值，太多的人没有充分认识到它在投资学和经济学上的意义。

## 第一桶金

作为普通投资者，我们大多数生于寻常百姓之家，人生的第一桶金不能靠天赋，不能靠遗传，偶中彩票也是万中之一，不具复制性。对绝大多数人而言，只有踏踏实实地工作才能挖掘或积蓄出人生的第一桶金。对暴富之心未泯的人来说，这是一个令人沮丧的结论，但又是一个活生生的现实。接受这个现实，顺应这个现实，踏踏实实地工作，先解决生存的问题，然后再积累出适当的余钱，开始投资。这是普通投资者的正途，也是普通投资者的必经之路。

## 经济学计算

干好工作的经济学意义也同样非常巨大。我们知道，工作的价值等于年薪除以折现率。如果把折现率的倒数称为职业的话，则工作价值的计算公式就转化成：

$$工作价值 = 年薪 \times 职业乘数$$

在这个公式中，一旦折现率确定，即职业乘数就是确定的。比如折现率为1.5%时，职业乘数是67倍；折现率为2%时，职业乘数是50倍；折现率为3%时，职业乘数是33倍。工作月薪增加1000元，则意味着年薪增加1.2万元，职业乘数为67倍时，则意味着工作价值增加约80万元；职业乘数为33倍时，则意味着工作价值增加近40万元。

干好工作的经济学意义就是这样神奇：看起来只增加了一点收入，而你的身价却已得到了几何级数的增长。很多朋友没有领会其中道理，只凭一时的感觉生活，完全忽略了努力工作、提职升薪的经济意义，殊为憾事。正如在刻板印象中讲述的，人在投资领域，不能完全靠印象来做判断、做决策，一定要有抓住核心要素的计算。否则，聪明自去，愚蠢自来。

## 财务自由

为股市投资者所津津乐道、孜孜以求的另一个永恒话题，非财务自由莫属。但是我忍不住想提醒你的是，通过几十年的努力工作，你得以安然退休，开始从容不迫的晚年生活，这难道不就是一种财务自由状况吗？

当然，退休是一种最低等级的财务自由——正因为如此，我们才会对这种自由形式形成集体的漠视——但通过工作的坚守，实现正常的退休，却是大多数普通人都能实现的自由方式。

无论如何，这也是工作的一项内含价值。

## 最好的投资

当然，工作的本身，还包含着许多超越金钱的价值，比如通过工作，我们可以实现与社会的有效沟通，工作就是我们在社会上呼吸的有效管道。又比如通过工作，我们可以在社会上得到尊重和认可，实现自我的价值认定。这些都具有金钱无法衡量的意义。

在干好工作的前提下，再依循着本书探讨和宣扬的投资方法、投资理念，将扣除必要的生活开支后的积蓄拿出来，享受股市带给我们的种种红利，让我们的积蓄和人生在股市中继续奔跑、延续、增长、壮大，这才有可能铸就我们丰盈而辉煌的人生。

在工作收入的基础上，利用好股市这个资产放大器，让我们离财务自由的境界更近一点，把财务自由的标准提升得再高一点，岂非美事一桩？

普通投资者，就得遵循普通投资者的玩法——这就是普通投资者的玩法！

更多内容请关注微信公众号“**WSTTB781101**”，扫描下方二维码，与我是腾腾爸深入探讨交流。



我是腾腾爸

生活中的投资学
我是腾腾爸　著

电子书编辑：张畅
版权经理：王文嘉
-----------------------------------------------------------------
出 品：中信联合云科技有限公司 www.yuntrust.cn
版 本：电子书
版 次：2017年09月第1版
字 数：250千字
-----------------------------------------------------------------
纸书书号：978-7-5136-4885-1
出版发行：中信出版集团股份有限公司 CITIC Publishing Group
-----------------------------------------------------------------
版权所有 · 侵权必究
投稿邮箱：tougao@citicpub.com

中信出版社官网：http://www.citicpub.com/
官方微博：http://weibo.com/citicpub
更多好书，尽在中信书院
中信书院：App下载地址https://book.yunpub.cn/（中信官方数字阅读平台）
微信号：中信书院

交易即人生

# 交易之路

## 如何构建
## 属于自己的投资体系



陈凯
（诸葛就是不亮）
/
著

雪球大V / 得到讲师 / 陈凯
/
手把手教你
从零开始做投资



从投资菜鸟
进化为聪明投资者
/
获得稳定盈利的
投资制胜之道

中信出版集团

# 交易之路

## ——如何构建属于自己的投资体系

陈凯 著

中信出版集团

# 目录

序言

初级课程

第一章 如何跳出散户思维
第一节 市场种类
第二节 交易方法
第三节 交易理念
第二章 如何正确理解投机
第一节 杠杆等级
第二节 流动性等级
第三节 风险等级
第四节 交易框架
第五节 行情特点
第三章 如何正确认识自己
第一节 认识你自己
第二节 自我塑造
第三节 热爱生活
第四章 如何才能不再亏损
第一节 面对亏损
第二节 停止亏损
第三节 止损之后

中级课程

第五章 如何正确参与市场
第一节 市场参与者
第二节 市场生态
第三节 散户进化
第六章 如何看分时图和盯盘
第一节 短线入门
第二节 分时图形态
第三节 日内盘口

第四节 K线常见出货特征
第七章 如何做短线交易
第一节 短线交易
第二节 超短交易
第三节 周期
第四节 短线和宏观
第八章 如何看K线和实战
第一节 K线研究的重点
第二节 常见K线形态
第三节 背离
第九章 如何做长线交易
第一节 价值投资
第二节 长线交易
第三节 杠杆和择时
第四节 信息的收集与判断
第五节 行业选择
高级课程
第十章 如何构建交易体系
第一节 高级课程概述
第二节 市场品种框架
第三节 交易方法分类
第四节 交易体系
第十一章 如何做无风险交易
第一节 无风险套利的内涵
第二节 商品期现套
第三节 股指期现套
第四节 期权套利方法
第五节 股票现货组合技巧
第六节 债券无风险套利
第七节 ETF的无风险套利
第八节 分级基金套利
第九节 吸收合并和要约收购无风险套利
第十节 拟合
第十二章 如何做低风险交易

第一节 低风险套利的核心
第二节 金融衍生品交易概述
第三节 金融衍生品跨市套利
第四节 金融衍生品跨期交易
第五节 金融衍生品交易总结
第六节 商品期货低风险套利
第十三章 如何做对冲交易
第一节 对冲策略
第二节 如何对冲
第三节 产业链研究和跨品种对冲
第四节 宏观逻辑和其他对冲策略
第五节 国际资本流动
第十四章 如何走上交易之路
第一节 情绪和梦想
第二节 反身性理论
第三节 牛市三部曲
结语
致谢

做自己的王

献给有志于以交易为生的人们

# 序言

这是一个专业的时代。浑浑噩噩地参与，稀里糊涂地尝了点甜头，着急忙慌地搬了家当进来，咔嚓一刀，韭菜被割。大多数人还是想做一棵坚强的韭菜，但只有极少数人可以不断进化，在实践中找到自己的位置，找到属于自己的交易模式、赢利模型，最终在这个市场中稳定赢利，成为自己的王。

我有将近20年的交易生涯，这几年一直在培育人才。从交易员到分析师，甚至心理按摩师，我这一路走来感受太多。交易之路从不平坦，有自己的摸索，有同行的交流，有专家的点评，也有师长和前辈的指引。

本书内容来自我2015年在“跟谁学”的在线讲座，关键是如何应用，有兴趣的读者可以参看讲座视频。

本书出平装本，我反复思考过很久。

我以前做过一个精装本，大都作为赠品给我的学生，要么用于收藏，要么作为训练营学习的教材。因为交易本身是非常个性化的东西，我非常担心原本不适合交易的人，拿到这本《交易之路》，误认为这条路十分轻松，结局十分惬意，于是贸然地开始，最后以失败结束。因为这条路的弯路太多了。

我坚定不移地认为我们站在历史的拐点上，属于中国资本市场的时代一定会到来，而且已经慢慢在靠近。资产管理的大时代也终究会跟随而来，绝大多数的人都会面对一个与过往截然不同的股市，我们还是要不断学习，不断探索。假如可以对想从交易中获利的人有所帮助，那我们还是应该前进一步，力争在书中把对各种交易的思考、交易体系的建立，以及交易技巧的学习全部厘清并展示给更多的人。

交易之路，我们一路同行。

# 初级课程



# 第一章
# 如何跳出散户思维

## 第一节 市场种类

我们的市场包括股票市场、期货市场、金融衍生品市场、债券市场，以及其他有特点的金融工具（可转债、分级基金）市场。我们市场最大的特点是散户众多。

### 一、股票市场简介

（一）A股双向扩容

我们参与最多的是A股市场，A股市场以散户为主，中户、大户都有。机构这些年发展非常快，因为A股市场迎来了双向扩容时代。所谓双向扩容，就是上市公司涌现，机构投资者也大量出现，整个过程伴随着两轮大的牛熊市。

**1.** 第一轮牛熊市

第一轮牛熊市是从2006年开始的。那一轮大牛市，大部分上市公司解决了股权分置问题，实现了全流通；大部分央企与国有银行实现了上市。从2007年开始，A股已经变成了宏观经济的晴雨表。过去，因为大部分股份不能流通，股市和实体经济还没太大的关联。

**2.** 第二轮牛熊市

第二轮牛熊市，实际上是从创业板开始的，以2009年创业板挂牌、股指期货上市为标志，这是另外一次双向扩容。这次双向扩容与上一次的双向扩容已经不一样了。不一样在哪儿？上一轮牛市的双向扩容，实际上对散户没有特别大的伤害，而这一轮牛市的双向扩容，对散户的伤害是很大的。我在很多场合都说过，这是一个非常残酷的去散户化过程。

（二）去散户化过程

这个去散户化的过程主要体现在以下几个方面。

**1.** 金融衍生工具的出现

金融衍生工具出现之后，会产生更多的交易手段，以及更加复杂多变的对冲方法。对于这些方法，一般的小散户完全不具备操作条件，也没有这样的操作思维。

我在证券公司做了很多年的业务，2001—2002年的时候，上海证券交易所交易大厅的股民主体，基本上是四五十岁的大妈。这些大妈很可爱，自称阿姨，管你叫小阿弟。2009年之后，这群人的日子其实是比较难熬的，因为她们的知识层次到此为止，很难提高。这是去散户化的一个特点：这批人基本上“牺牲”了。

**2.** 市场结构和力量对比发生了改变

这原来是一个纯散户的市场，现在变成了一个散户很多、散户的力量很弱同时又很容易被引导的市场。这就导致所谓的“割韭菜”是割不完的。大量的“新鲜韭菜”怎么都能长起来。所以，不管什么样的操作方式，只要能够吸引人群从一边往另外一边去，总是能够获得比较大的收益。

**3.** 监管层的过度保护

我们的监管层对于散户的保护是过度的。我这么说可能很多人不同意，但实际上你参与过海外市场交易就会知道，中国的股市也好，证监会也好，对于散户实际上是过度保护的。

以最简单的兜底为例。我们的股民赔钱了，有人把证券公司的营业大厅砸了；有人跑到上交所门口裸奔，举个牌子，上面写着“还我血汗钱”；有人分级基金做亏了，跑到证监局门口拉横幅；超日债违约，那不行，得围着奉贤区政府好好地闹。“只要赔钱了，你就得赔给我，因为我相信的是政府。”这些事情只有在中国才可能出现，在别的地方是不可能的。

我印象比较深的，大概是2007年，南京的一个营业部，有个老太太，本来要买茅台股份，结果买了茅台的权证。这个权证实际上是一个认沽权，最后赔得什么都没有了。最终，券商把钱赔给了这个老太太。过度保护导致去散户化过程始终没有加速。以我个人的推断，去散户化过程，在今后的许多年中，会是一个非常残酷的过程。因为我们已经进入了金融衍生品大发展的时代。

## 二、期货市场简介

期货市场本身是一个小众市场，商品期货这几年在一点点萎缩。大概100个投资者里也就几个人在做商品期货。由于金融期货的大发展，商品期货在整个期货行业的占比越来越小。

本身期货行业的地位就不如证券行业，银行是很强势的，券商次一级。券商大量收购期货公司，这就导致整个期货行业越来越边缘化。目前，中国共有4家商品期货交易所和1家金融期货交易所（上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心，以及中国金融期货交易所）。

商品期货的市场结构相对来讲是比较稳定的，参与人群都是很固定的，都是非常成熟的投资者，有很好的风险承受能力。这种风险承受能力体现在好多方面，比如说他们赔钱了从来不闹。

在国内市场，大家的风险承受能力是不一样的。买房的人是最脆弱的，一看房子还没拿到手，房价已经每平方米跌1万元了，立刻把售楼处砸了。股民其次，是围攻证监会的。最稳定的，反而是这些做商品的真正意义上的“赌徒”，做的东西也更加专业。商品本身是研究供需的，股票更多的是讲预期。

商品市场的参与结构近些年发生了一些变化，最典型的就是各种对冲基金越来越多。2013年是中国对冲基金的发展元年，国内对冲基金这几年快速发展，从最初的一些结构化的东西，陆续发展到伞型，基金行业在不断壮大。这种情况最先出现在期货市场，一点都不让人意外。因为国内的期货资管，这几年水平确实很高。

我之前在香港，跟当地的朋友聊天的时候，他们问我：“你们做商品，大概一年的收益能有多少？”如果我们做无风险收益、低风险收益的商品的话，一年有20%的收益率就觉得还可以。我告诉他们大概一年有20%的收益率吧，但说这个的时候，我感觉有点惭愧，因为内地很多做商品的，爆发力很好、很稳健，能把收益率做到百分之四五十、百分之五六十，甚至百分之七八十。而境外的同行觉得，这太不可思议了。他们一年的收益率也就只有百分之三点几或百分之四点几，还不如一根中阳线，这在内地根本就没人看。

## 三、金融衍生品市场简介

在中国证券市场，衍生品的出现是从2010年开始的。2010年的4月是我国证券市场发展具有里程碑意义的时刻。从这个角度考虑，我认为应该感谢尚福林。他在任期内，解决了两个最大的问题：第一是股权分置的问题，他把中国上市公司原来大部分不能流通的股份变成了可以流通的股份；第

二是开创了中国证券市场的衍生品时代，股指期货就是他主推的。

### 1.股指期货简介

什么是股指期货呢？它是基于股票现货的一个指数期货。人们对于股指期货的争议曾经非常大，证券交易所曾发布公告，要求提高沪深300、上证50、中证500股指期货的保证金，并上调其手续费。我的观点其实是比较鲜明的：期指是中性的，有多就有空，有空必有多，我开了一张空单，那么肯定有一个人拿了相应的一张多单，因为多空是平衡的，不存在我可以利用期货去怎么样的问题，但这些都是理论上的东西，实际情况可能并非如此。

股指期货之所以让大家看不懂，是因为它贴水比较大。举个例子，现货如果是3 000点，而期货只有2 800点或者2 900多点，这么大的贴水意味着什么？这么大的贴水就相当于空头说，我俩一起跑400米，我先让你跑50米，然后我再跑，照样比你跑得快。你可以认为这是空头很嚣张、很自信，也可以认为它是龟兔赛跑里的那只兔子，它在犯错误，这两种观点都可以。你如果觉得自己是后者，那应该去做多；你如果觉得自己是前者，想跟着他一起做，那就去做空；你如果觉得这个性价比不高，也可以不做。

实际上，金融衍生品在全球市场范围内，交易是非常活跃的。现在网上对于期指的印象有点“过街老鼠”的感觉，我认为网上的这种观点是比较幼稚的。衍生品与指数之间其实是相对的，并没有一定的多或者空的属性，它仅仅是一个衍生品。2015年5月之前，那种迅猛的上涨，也包含了期指的作用。它为什么会涨？为什么有那么大的升水，它还在涨？而存在这么大贴水时，它反而在跌？这里有不同的交易情绪。

### 2.期权简介

目前，国内的金融衍生品主要还是期指。期权当下的情况不是特别活跃，但是也有资金投向期权，这可能跟国内的期指逐渐被限制有关。因为不让做期指，大家就去做期权。不论期权还是期指，对于个人户门槛都是比较高的。这样就衍生出来很多地下交易场所，在这里我提醒大家，不要去这种地方。

## 四、债券市场简介

从业之初，我是研究债券的。债券，还有一个学术名称叫固定收益。为什么叫固定收益？就是你在买债券的时候，其实已经知道了会获利多少，或

者亏损多少。但是，我们一般不会看到亏损还去做。也就是说，债券实际上是一个知道起点、知道终点的品种。那么，债券的风险在哪里？风险在过程。交易债券需要的专业知识更多一些，受宏观经济的影响也更大一些。

### 五、可转债和分级基金

还有一小类是比较有特点的一些品种，在我们国内市场上也是很特别的：一个是可转债，一个是分级基金。

**1.** 可转债简介

可转债这个品种只有中国有，海外市场是没有的。可转债表面上是债券，但也有转股的性质，类似于一个带有认股权证的债券。这个认股权证，到底值多少钱是由市场博弈决定的。从历史数据来看，可转债价格在存续期内很少有低于160元的时候，一般都会高于130元。为什么会出现这种情况？因为可转债的存续期基本上都是5~8年，那么在这5~8年里，只要有一次牛市，这只可转债基本上就"上天"了。

**2.**分级基金简介

分级基金是这几年新出现的。这个品种的争议也比较大，大家都认为分级基金B份额的下折会导致很多人莫名其妙地亏损。其实，这还是因为交易的人没有研究透它，研究透的话，可以发现这些分级基金其实有很多玩法。

比如，我现在做现货，买现货抛期指锁定，同时把现货的拟合用分级基金来做，根据基金仓位进行调整。这样的话，我在分级基金上可以用A加B的溢价或折价来进行相应的套利，只要我的资金足够多，周转足够快，其实是无风险的。分级基金套利，每年裸套大概能套出12%以上的收益率，对于大额资金管理，非常有吸引力。

## 第二节 交易方法

眼下全市场的交易方法，基本有四大类：投机、套利和对冲、无风险套利、固定收益。

### 一、投机简介

以我自己的经验来看，投机的本质就是“赌”。大家要意识到这个问题。以前有个朋友说他想带一些交易员，问我怎么选。我说：挺简单的，找七八个你觉得不错的，带他们进场，一人给200元让他们去“赌”，然后观察他们。如果有的人一把全投进去，这种人不管输赢都不能要。为什么呢？太富于冒险精神。我们去“赌”，一定要站在一个角度，不能输到底地“赌”。一共200元，一把梭[1]，后面怎么办？还有的人一直在看，一直都不敢下，这种人也没什么前途，他没有找到方法。真正有前途的是一直在看，看完之后，买了10元，又买了20元，当他认为对的时候，把剩下的钱全部押上去了。这种人是非常有前途的，哪怕这次测试输光了，也值得大力培养。投机的本质就是“赌”，就是看风险收益比。

那么，风险收益比怎么样才符合我们的风险收益要求？这是我们在投机时最关心的。有一句话，我经常跟学生们说：小行情小做，大行情大做。什么意思？你要识别这个机会到底是一个好机会，还是一个坏机会，或者是一个可以不要的机会。如果小行情做得很大，你会很吃力，挣不到钱，还要冒很大的风险。而大行情做得小，则意味着明明可以挣很多钱，你却赚了一点点，这也很痛苦。这是一个怎么识别机会的问题。投机也是最简单的：一买一卖。低买高卖，手上有股份上午卖下午买，或者是买自己有的股票，买完之后再卖……这么多投机的类型，里面又分短线、中线（波段）、长线。

**1.** 短线

短线的特点是快。短线的“短”，体现为持股时间短。持股时间短是必然吗？不是的。你今天买了，涨停了，明天开盘又一字板，后天还是一字板，如果它能涨30天涨停板，你真的可以拿30个涨停板，但前提是你知道自己在做什么。

我过去有一个同事，以每股3元多的价格买的山东金泰，该股票一路涨停板，每股涨到22元。股价涨到16元的时候，我曾对他说：如果我是你，早卖了。后来股价从22元回落下去，人生大梦一场。这实际上体现了他的交易策略和交易思路。

如果你是做短线的，你的初衷就是短线，那你的交易角度就应该着眼于短线。对于短线，我们看什么？需要研究上市公司业绩吗？不需要。我们做短线做的是什么？做的是情绪，是短期预期，是市场感染力和传染力，说白了就是图形。图形好看，大家往上的情绪就很高；图形不好看，大家往下的情绪就很高。图形也有很多讲究，比如我们到底在做什么周期。周期几乎是短线的核心。

### 2. 中线

中线也叫波段。大家可以把K线图拉开来看，波段清晰的个股的特点是什么？是高低点的变换节奏非常有规律。

波段的重点是高低点节奏，关键是寻找阻力、压力和支撑。我们研究的是整个走势高低点的结构：是高点越来越高，还是低点越来越低；是高点变低、低点变高的夹板，还是高点变高、低点变更高的明显上升通道；是横盘整理往下去，还是往下打，打不漏又强硬地起来。

至于这家公司正常的业绩，它的ROE（净资产收益率）是什么样的，两年之后新的投资会产生什么样的收益，这些很少体现在短线里，一般也不会体现在中线里，大部分都体现在长线里。

### 3. 长线

做长线的要诀是找便宜的。长线让我们赔大钱的，不是买的股票不好，而是买的股票都很好，但是买得都很贵。比如中国石油，这只股票不好吗？非常好。为什么赔钱？因为是以每股48元买的，要是以每股4.8元买，肯定不会赔钱。做长线关键是找到好价格。那么，做长线选什么样的个股？

第一，和人类的衣食住行密切相关的个股。这是人类永恒的需求，这些需求不会因为风格转变或者科技进步出现大的变化。大家可以想一想，巴菲特为什么不买科技股？因为科技更新得太快了。例如，我们现在去考察一些中概股、“互联网＋”概念的股票，你敢做长线吗？不太敢，这些股票明年这个时候说不定就不在了。

第二，行业的主流和政策重点扶持的股票。这种企业一定代表着比较主流的行业发展前景，而且多数都是政策扶持的重点。我们不可能去夕阳行业里选长线股，那等于是在沙子里面淘金。为什么不直接去金矿里面淘金呢？

第三，与同类企业的股票比贵一点点的股票。跟同类型企业的股票比，它的股票价格总是贵那么一点点。为什么会贵了一点点？因为它的气质确实跟别的公司不一样。比如我比较喜欢的医药股天士力，当年医药股整体的PE（市盈率）都是35倍左右，而它是45倍，它后来的表现就是好。包括片仔癀，还有东阿阿胶，都是一样的。

### 4. 技术面

争议最大的就是技术面和基本面。先说技术面，道氏理论有三个前提：第一，市场交易价格涵盖一切信息；第二，历史会重演；第三，价格以趋势方式演变。但实际上以我个人的经验来看，历史绝对不会重演，市场的交易也不可能体现所有的信息。那么，我们应该怎么看待技术分析？

我讲一下自己的经历。2002—2004年，我纯粹是以技术面做股票的，做得非常短，大概每天打一个来回，全部卖完，全部买完，第二天重复这样做。在这个过程中，我对技术分析的看法发生了根本性转变。我以前喜欢看一些经典技术图形和技术指标，后来我发现这些都不是关键点。那什么东西最关键？其实我们做短线，做的是市场的情绪。市场情绪激昂的时候，我们要勇敢地往里冲；市场情绪出现转折的时候，我们要敏锐地感觉到，该了结的时候要了结。

**5.** 情绪的技术度量

情绪有两个问题需要解决：第一个是情绪的方向，即所谓的转折点在哪儿；第二个是怎么去度量。只要解决了这两个问题，基本上短线就应该做出来了。

因为在我的交易哲学里，我认为市场是错的。如果市场是错的，那我永远都在猜测，或者说是在度量和感受市场相应的拐点，在这些拐点上，去进行一些操作。在识别拐点的时候，我用的是背离，用MACD（指数平滑异同移动平均线）指标。当价格出新高，MACD没出新高，我认为这是顶背离；当价格出新低，MACD没出新低，我认为是底背离。判断MACD是高还是低，我用DIF（差离值）指标，这个指标是用长的减短的或者用短的减长的，取的是绝对值，我把这个指标稍微修正一下，变成一个相对数，然后在软件上乘以10 000，放大1万倍，让它看起来更清晰。

DIF指标修正前后的公式如下。

原来的：

DIF：EMA(CLOSE，SHORT)-EMA(CLOSE，LONG)

修改后的：

DIF：(EMA(CLOSE，SHORT)-EMA(CLOSE，LONG))/EMA(CLOSE，LONG) * 10 000

有朋友说：大家都用就不起作用了。绝对不是这样，大家都用它也仍然起作用。为什么？因为很多人没有用，他们以为自己用了，其实根本没有。

我们都说，截断亏损，让利润奔跑，大家都在这么做，但是有几个人做到了？根本没有人坚持。这其实关系到执行力的问题。

**6.** 基本面

大家思考一下，基本面是通过什么在发生作用？是通过市场情绪来发生作用的。大多数时候，事实是什么不重要，预期才重要；甚至预期也不重要，预期的转折才重要。假想一下，你有一个孩子，他在班上的学习成绩特别差，每次都考倒数第一。突然有一天，他回来跟你说：爸爸，我这次考全班倒数第二。你是不是特别开心，想好好奖励他？结果他说：主要是原来倒数第二的这次没来考试。你恨不得想抽他。这就是预期在转折，其实孩子成绩根本没变，但是你的情绪在变。

**7.** 技术面派和基本面派的区别

因为基本面的东西是通过预期作用到价格上的，所以，我们就有两种交易方式：第一种方式，去提前交易基本面的预期将产生的力量；第二种方式，忽略预期，直接去交易技术面发生的结果。这就是基本面派与技术面派的根本区别。

## 二、套利和对冲简介

**1.**套利

关于套利，我举个最简单的例子。2013年广药吸收合并白云山，吸收合并价格和当时的价格刚好有偏差，如果想参与吸收合并，持有广药或者白云山的股份，那么，它俩哪个更便宜，就买哪个。永远买便宜的那个，这是最朴素的只占便宜不吃亏的套利思维。

还有更复杂一点的套利。比如，把中国石油和中国石化的历史数据都用复权价复上去，用中国石油的股价除以中国石化的股价，可以得出一个比价。因为两者的业务差不多，当它们的比价明显在上轨的时候，意味着中国石油比中国石化的股价高；反之，在下轨的时候意味着中国石化比中国石油的股价高。那么，在上轨的时候，可以把中国石油的股票换成中国石化，在下轨的时候再换过来，这样就把相对收益做成了绝对收益。

其实，这个技巧更多体现在债券上，比如重庆的某两个区发行的两只债券，这两个区大体差不多，实行的利率也一样，但是这两只债券的收益率不一样。那么在同一时间，谁的收益率高就买谁，把收益率低的卖掉，换

收益率高的，这等于是在做骑乘。有网友说，分级A的隐含收益，也可以轮动着去做。完全可以。这样的话，可以把任何大类里边有勾稽关系的相对收益，都逐步做成绝对收益。

再举个例子。在上一轮牛市刚起来，2014年年底到2015年年初的时候，当时还没有上证50和中证500指数。我跟几个朋友说，如果有兴趣的话，你们现在应该买沪深300指数，买这个指数的ETF（交易型开放式指数基金）。当期指大升水的时候，拿现货；当期指升水回落，拿期指。这样不光做了整个指数上涨的收益，连期现套的收益也做了。

还有一些更加复杂的操作。比如，有个朋友问我：中证500指数贴水10%，可不可以买中证500指数的期指，同时买大量的创业板，或者买中证500指数的A类分级？他的逻辑是什么呢？期指贴水10%，允许有10%的下跌，如果继续下跌，整个分级基金B类下折，就会导致A类涨起来。这个思路非常好，但是难点在哪儿呢？难点在于两边资金怎么配。

**2.** 对冲

对冲是个非常宏观的概念，我简单讲一下对冲的含义。所有的股票或者证券组合的波动，我们可以分为两个部分：跟随系统上涨或者下跌的，我们把它叫作贝塔；完全不跟随系统变化的，我们把它叫作阿尔法。因为系统性风险是我们不能控制的，所以，我们希望把系统性风险冲掉，这就是对冲。

对冲的注意事项主要有以下几点。

第一，不要为了对冲而对冲。对冲，冲的是什么？冲的是无法克服的风险，这是一个大前提。现在，很多人在盲目地做对冲，比如：有人买了点白糖，觉得自己不抛点东西心里不舒服，于是抛了点棉花；还有人买了点股指，抛了点螺纹钢。这样做对吗？也许对，但是这样对冲意义不明显。真正的对冲，一般都有很深刻的含义或者现实的逻辑。

举个例子，我觉得全世界的资金要从发展中国家向美国本土回流，基于这个大的逻辑框架，应该怎么构建一个对冲模型？构建这样一个模型是比较简单的。这些资金去美国，要去干什么？去买美国的资产。美国资产有两类：一类是债券，一类是股票。资金从东南亚市场流出，对东南亚的股市和资产不利，那我可以买美股，空东南亚股。这种对冲隐含的含义是：在比烂的情况下，发展中国家的股票不如美国的股票；在比优异的情况下，发展中国家的股票仍然不如美国的股票。比烂的情况下，发展中国家的股票更烂，比好的情况下，美国的股票更好。

对冲有时候也会体现在具体的某一个商品上。比如，我们买铁矿石和焦炭，同时抛螺纹钢，变相地做了一个虚拟的钢厂。当炼钢的盘面利润很大，我认为利润会收窄的时候，买铁矿石和焦炭，同时抛相应份额的螺纹钢，我这是在做空钢厂的利润。反之，当知道要阅兵、提倡环保，短期我可以反向操作，这又是另外一种对冲。

第二，要痴迷于逻辑。我们一直关注逻辑点，然后通过这个逻辑去扩散。就好比一张网，两个相关联的逻辑点就是网的两个点，我们把它们拎起来之后，网就被拎起来了，这个网有先有后，有主有次。比如：2013年，可以轮着做空各个国家的货币；2014年，轮着做多各个国家的股票；2015年又反过来，轮着去做空各个国家的股票。

比如美国要加息，资本要回流，所以我们看到新加坡、马来西亚、泰国的经济状况都很差，因为美联储前主席耶伦说，中国和希腊都很重要，而中国是最大的不确定因素，于是风险传染，美股也暴跌。最后，日本80万亿日元的QE（量化宽松）还在进行中，竟然也破位了。它是一层一层塌陷的，那么在这个塌陷的过程中，有没有人可以做到先空这个，空完，再换到另一个空？当然可以，只要能把整个网拎起来，就可以做到。我身边就有这样的人，他空了全世界，而且空得有前有后，出去玩一趟回来，保证金还翻了好几番。

第三，主线逻辑链条只能有一个。有一点希望大家明白，在套利的链条里，主线逻辑只能有一个。我曾经说过，不能因为一个事实去发明一个逻辑，不能因为一个现象去发明一个逻辑。这是做套利的人最容易产生的误区。自认为这个逻辑完美地解释了现实，所以这个逻辑是对的，其实他已经掉沟里了，下一次可能错得很致命。

比如，我做得最多的美盘是大豆和玉米。在美国，大豆和玉米的种植地是重复的，这些地被分成了三部分：一部分种大豆，一部分种玉米，另外一部分轮休。如果玉米的收益很好，第二年还会种玉米。当玉米的收益很差时，第二年会换种大豆。那么大豆和玉米的价格，一定只有一个主线逻辑，就是争地，哪个的产出更好，我就愿意多种哪个。你说会不会有特别聪明的农民，今年种的这个特别好，明年坚决不种。有，但是这样的农民少，还有可能在行情好的时候他已经预售了。所以，主线逻辑链条必须只有一个，这才是套利，绝对不能主线关系一会儿是这个，过一阵子又变成那个。这样的话，到底听谁的？到底哪个东西在起作用？你已经乱了。

第四，关注逻辑点。当下商品市场，很多人的逻辑链条是在来回变的，他们把这个叫作“交易哪一段逻辑就去谈哪一段逻辑”，其实已经把套利做成了短线。那么，这种思维不对？那也未必，毕竟人家挣钱了。赔钱的人是没有资格嘲笑挣钱的人的，谁要能告诉我一个始终错误，但稳定赚钱的方

法，我可以拜他为师。

这只能说明他们对市场的感受更加敏锐，可以从一个主链条里衍生出很多次要的矛盾和逻辑，他们也知道哪些次要矛盾和逻辑在哪一个时间点可以变成主要的东西，甚至他们就是中间的推手。比如：这阵子他们在做多，然后大肆渲染，开闭门会，开沙龙，讨论，在微博上使劲发表言论，向空头劝降；过一阵子准备做空了，又倒过来了，“你们赶紧跟着我把多头打死，打不死也要打”。这也是一种方式，我们要尽量识别它。

第五，做一下贝尔宾测试。有朋友问投机和套利是不是可以结合。二者可以结合，但是对从业者的要求会更高，从业者既要关注宏观层面，又要关注微观层面，既要带望远镜，又要带显微镜，确实是比较难的。我推荐大家做一做贝尔宾测试，想在套利和对冲上做得好，你的PL分值不能太低。我们把交易员分成伟大的、优秀的、普通的、平庸的，你如果想从优秀的交易员变成伟大的交易员，那么PL分值一定要很高。

## 三、无风险套利简介

### 1. 衍生品交易

国内现在做无风险套利的人越来越多，他们主要是利用市场的无效性。因为国内证券市场散户众多的结构，导致市场的有效性很差，换言之，它的无效性很强。市场“抽风”的时候很多。“抽风”的时候，它随时都往南墙撞，过一会儿再往北墙撞，在两个极端之间游走。所以我是喜欢做无风险套利的，在两边游走，对我来讲特别有利。

比如，当期指大升水的时候，我可以买现货抛期指。2015年5月以前，期指每个月都是升水的，升水最猛的时候是2014年12月，沪深300指数升水160个点。这是什么概念呢？就是有人在期指上用超过6%的价格去做多。那后来呢，又是大贴水，沪深300指数曾经贴到过200点，中证500指数一路贴的也超过10%。也就是说，做空的人愿意付出10%的额外成本做空。

这其实都是市场极端情绪的一种体现。这种极端情绪也许对，也许不对。怎么利用这种情绪呢？如果是大升水，买现货抛期货就可以了。如果是大贴水，逻辑上，应该买期货抛现货，但现货你抛不了，没有券也没有股。怎么办？我们可以用期权去构筑这个现货，结果发现期权也大贴水，贴得非常凶。

不管期指还是期权，其实都是一些聪明人在玩，这是一些聪明人的态度。会不会有些人聪明过了头？可能也会有。2003—2004年我经历铜那轮大

牛市的时候，当时铜的价格为每吨3万元，下个月的合约为2.9万元，再下一个月是2.8万元，一年之后的合约为2.25万元。3万元的铜，一年之后的价格比现在便宜7 500元，也是大贴水。当时，一家期货公司的研究员喊出来，“3万空铜不设止损”，一年半后，铜的价格就已经到8万元了。我不知道他的日子现在过得怎么样，他其实是聪明过头了。市场究竟是对的还是错的？这个问题，我们在高级课程中专门探讨。

期指、期权和现货基本是一个三角，大体的构筑类型是，买现货抛期指，哪个贵就把空单甩在哪个上面，哪个便宜就把多单甩在哪个上面，只占便宜不吃亏。我们拿上证50指数来举例。我们有上证50期指，有50ETF，有50ETF的个股期权，有新加坡A50期指，这实际上是四个部分。如果这些都构筑好了，就是一个逻辑非常严密的闭环。只要在这个逻辑框架内，市场所有的无效性都能够瞬间地被捕捉到。只占便宜不吃亏，长年累月地做下来，你就真的是大赢家。

**2.** 吸收合并

吸收合并是出现在一级市场的一些机会。比如，广汽长丰合并成广汽集团整体上市。

再来看B股的一些机会。我在2015年3月的时候说过：我认为B股的机会，会出现在美元纯B股里边。为什么是美元纯B股？因为它要解决问题，榜样已经出来了，新城B直接B转A。

为什么我说不要做港币的纯B股，因为港币的榜样是万科B。大家可以看一下万科B，从B股变成港股涨了吗？根本没涨。那我们为什么不去做美元的纯B股呢？美元纯B股还有二次现金选择权，简直是无风险收益。

**3.** 可转债转股

可转债转股虽然是有机会的，但是还存在一种风险：它当天不能完成，当天有融券的话可以，当天不能融券就不能完成。它的逻辑很简单，比如，我100元买一张可转债，然后按照转股价转成股票，同时把股票卖掉。

我如果兜这么一圈把100元变成103元，那就赚了3元，如果钱变少了，那我就赔钱了。最早出现可转债的转股套利，应该是招商银行的可转债，这是很多年前的事了。这种机会现在越来越少。

**4. ETF**瞬时套利

还有一些情况就更加少见了，因为都是机器在盯着。比如ETF的瞬时套利，ETF的现货价格和净值有价差，一下子就有人做了。可能有上千亿元的资金在盯着，我们基本上抓不到这样的机会。

**5.** 分级基金简介

分级基金现在机会很大，A加B的折溢价非常多，而且现在大部分的券商都已经支持盲拆了，这就导致市场的有效性和原来相比不一样了。分级基金的流动性是最大的问题。比如今天申购母基金，明天盲拆，后天A加B到账才可以卖，这两天的隔夜，怎么规避掉？

当初我是用期指来规避的，我做银华深证100指数。还有一种方法，我直接去拟合，比如把沪深300指数按照各个行业进行分类，根据行业分级的权重，以及这个分级母基金的持仓，构建一个现货篮子，同时抛上相应的期指，整个系统的贝塔就等于1了，我就可以去做一些无风险的合并套或拆分套。

大家记着，无风险交易是很专业的内容，不专业是看不出无风险机会的。现在市场的有效性逐渐增强，无风险的机会可能越来越少了。

## 四、固定收益简介

固定收益也是一项非常专业的内容。大家可以去搜索一下“美林时钟”，它在大类资产配置中的大逻辑框架是很清楚的。固定收益和权益类资产轮动效应是比较紧密的，权益类动完之后，固定收益类大多数情况下也要动。尤其是中国目前越来越倾向于走长期低利率的路线，长期低利率会导致固定收益类产品的收益率相当好，有兴趣的朋友应该去研究一下。

（一）债券简介

**1.** 债券的等级

首先我们要了解债券的等级，等级越高，风险越小。国债的等级是AAA，是最高等级，因此也叫金边债券。

**2.** 债项的评级

债券有两个评级：第一是债项评级，是单独对这一债券的评级；第二是发债主体评级。比如张三，他本身有一个发债主体评级。他先找李四借了一笔钱，用自己的房子做抵押。他又去找王五借钱，用自己的车子做抵押。

那么，他向王五借这笔钱的抵押物就比向李四借钱的抵押物差得多，那么这两只债券的债项评级就不一样。

理论上，债项评级应该比发债主体的评级要高，至少应该相等。也就是说，如果张三的主体信用是AA，那么他发的债券，债项信用一般来讲应该是AA＋及以上，最起码是AA。如果一只债券，债项主体和发债主体评级一样，比如张三，他的债项评级是AA，发债主体评级还是AA，说明他为这只债券做的所有的增信措施都是无效的。如果有效的话，这个债项主体的评级就不该是AA，至少应该是AA＋。

所以，当大家看到债项与主体两个评级一样，基本上可以不用看了，所谓的增信，基本上都是在忽悠。

有没有发债主体评级很差，但债项评级特别高的债券？也有。最典型的例子是广纸债，它的发债主体评级是BBB，债项评级是AAA。为什么它的债项评级会是AAA级？因为建设银行广东分行为它提供了不可撤销的担保。

**3.** 债券的分类

国内的债券现在分两部分：一部分是利率债，一部分是信用债。信用债，又分普通信用债和高风险债。其中，高风险债就是欧美的垃圾债。

**4.** 债券的风险

目前，国内交易所市场的债券，自有交易所债券以来就没有违约过，你说这个风险怎么定义？很多人说风险是零。从来没有违约，永远都到期兑付，那它的风险就是零。然而，风险都是零的话，我们要评级干什么？就应该去买最高风险的债券（事实证明，买最高风险的债券还真的赚钱了），现在价格为六七十元的债券有很多，如果都不可能违约的话，我们就应该扑上去买这些最便宜的债券。实际上这种认识是不对的。大家一定要明白，我们的交易所债券为什么一直没有违约？因为有兜底的。

信用兜底，一直存在。但实际上，证券相关部门要做的一件事情就是要把风险兜底斩掉，同时还要杜绝区域性金融风险的发生。既要不兜底，又要不发生金融风险，我认为这基本上不可能实现，但是刚兑一定会被打破。

我认为信用债应该还有一次爆破，这个爆破其实就是打破刚兑。这是债券眼下的风险。

**5.** 骑乘效应

什么是骑乘效应？举个例子：假如现在1年的定期利率是2%，5年的定期利率是3%，如果我可以拿到5年的定期利率，而我的钱1年定期就可以取，这是不是很好？其实，这就是我们所说的骑乘。

比如有只债券，还有7年到期，它的到期收益率一定比1年到期债券的收益率要高得多。那么，当它的期限从7年变成1年的时候，其到期收益率可能从6%变成了3%，而从6%到3%，用了6年的时间，这6年的收益率可绝对不是6%，久期越长，这个骑乘效应就越明显。这其实是收益率曲线导数的问题。

那么，我们应该怎么应用骑乘效应？就是前面讲的，有两只一模一样的债券，到期日也差不多，收益率我总是从低的跑往高的，这就是应用骑乘最简单的办法。

（二）配置的意义

更多的时候，我们配置债券，是作为资产配置的一个方向。我现在越来越觉得：我们赚钱是赚在配置上，而不是赚在具体的操作上。比如过去10年，如果我们都把钱配在房地产市场，那可能比做股票要轻松很多。那么，今后的10年呢？

# 第三节 交易理念

交易理念，我认为是比较重要的，能让你少走弯路。交易理念主要有以下五种。

## 一、盈亏同源

什么是盈亏同源？你的优点就是你的缺点，让你挣钱的东西也会给你带来相应的损失，这就是盈亏同源。以前，我招聘的时候总喜欢问应聘者：说一下你最大的缺点是什么？有些人就耍小聪明：我最大的缺点就是太认真，认真到较真。其实，他没有理解我这么问的意思。

盈亏同源有两层含义。第一，你的性格和你的交易模式是匹配的。因为你的性格很勇敢，所以可能在需要勇敢的时候，你总能抓到很好的收益；相应地也会因为勇敢，去冲动地做一些事情，导致亏损。第二，亏损是交易的一部分。认识到亏损是交易的一部分是很关键的，只有认识到这一点，你才会愿意接受停损这个概念。我以前有一个朋友，他总是认为：“我怎么能允许我是亏损卖出的呢？我买的股票从来不亏损卖的。”他是这样的一种逻辑。结果，后来股票被PT（特别转让，公司连续三年亏损，暂停上

市），就没了。因此你要意识到亏损是交易的一部分，碰到亏损的时候想开点儿。

## 二、风险控制和资金管理

关于风控，我一直有个比喻。你对面的绿灯亮了，在两侧是红灯的情况下，你敢闭着眼睛过马路吗？当结果不能承受的时候，哪怕风险再小我们都不应该去尝试。保证自己不死，这是风控的第一要素。

对于资金管理，我们能做什么？识别什么时候用多大的仓位，也就是我说的大行情大做，小行情小做。我以前说过：知道买，知道卖，知道加减，近道矣。我们做交易就是要解决这三个问题：什么时候买，什么时候卖，什么时候加减。这个加与减指的就是资金管理。这需要靠自己不断地去摸索，因为可能我的加与减，并不适合你的加与减。

## 三、自洽的交易哲学

什么叫自洽？就是你能自圆其说。我一直跟大家说盲人摸象的道理，盲人摸了象的某个部分，就认为象是这个样子。市场就是头大象，我们每个人都在摸市场的一部分，只要摸到了这一部分，就够了。摸到这一部分之后，专注地做这一部分，只要这一部分是可以自洽的，那就可以了。

比如，我认为市场是错误的，所以就选择能够识别出市场是错误的技术指标，然后选择对应的交易模式去做拐点。只做这个拐点，当拐点向趋势演进的时候，可能我的获利已经足够了，那我就平仓，然后去等下一个市场扭曲的机会。这是我的自洽，每个人不同，无标准答案。

## 四、循序渐进的交易方法

交易方法循序渐进，体现在三个方面。

第一，交易系统是可以修改的。

第二，要有应对意外的办法。

比如我是做顶背离的，顶背离我必须空进去，但是如果我的顶背离错了呢？下一个顶背离又出来了，股价出新高了，面对这两种情况我怎么办？那就出来呗，该砍砍，执行就行。虽然你的交易系统是自洽的，但也要有应对意外的办法。

第三，交易方法要和交易哲学匹配。

每个人的交易哲学都在不停地演变，就像我自己，2002—2004年，我认为市场是对的，2009年忽然发现我找到了一种更舒服的交易方式，我的整个交易哲学完全变了。这跟自洽的交易哲学实际上是相关的，今天你认为市场是对的，你就用市场是对的方法，用趋势类指标做；明天你认为市场是错的，那就用背离或者拐点去做。两者必须是互相匹配的。

## 五、不回撤和不砍仓的交易

现在，我更愿意做一些不回撤或者不砍仓的交易。就是我一直跟大家讲的，要学会享受“1＋1”，不要去做“7-5”，还有人做的是“11-9”，甚至有人做的是“9-11”。学会做“1＋1”，这让你没有负担，晚上睡得着。慢就是快，不回撤，真的很厉害。

本章小结

## 必须跳出散户思维

这一章主要为大家分析了市场现状，大家要把握最核心的一点：国内A股市场有一个最大的特点，散户众多。如果你也是个散户，挣钱的概率会很低。想要挣钱，不做被人赶来赶去的乌合之众，必须从散户的思维、散户的角度跳出来。接下来，我们就要去研究，怎样才能跳出散户思维。

---

[1] “一把梭”的说法起源于纸牌游戏，意思是把全部筹码都押上，胜负在此一局。——编者注

# 第二章
# 如何正确理解投机

## 第一节 杠杆等级

所有的交易品种，都有一个杠杆率，我把市场的交易品种按照杠杆率的标准进行划分，从高到低排大致是：期货、期权、债券、股票、分级基金和可交易开放式基金（LOF）。

有关杠杆等级参见表2-1。

**表2-1 杠杆等级表**

| 交易品种 | | 杠杆率 | 杠杆倍数 | |
|---|---|---|---|---|
| 期货 | 商品期货 | 5% | 20倍 | |
| | 金融期货 | 15% ～ 10% | 约10倍 | |
| 期权 | | | 20倍 | 隐含波动率低，杠杆倍数大 |
| 债券 | | | 不超过5倍 | |
| 股票 | | | 1 ～ 2倍 | |
| 分级基金 | | | 1 ～ 2倍 | |
| LOF | | | 1 ～ 2倍 | |

### 一、按杠杆等级划分交易品种

#### （一）期货

期货大致可以分为两类：一类是商品期货，一类是金融期货。

**1. 商品期货**

商品期货每个品种的保证金是不一样的，最低的保证金为期货合约价值的5%。比如，在郑州商品交易所，甲醇最低交易保证金为合约价值的5%，

那么，它的杠杆倍数就是20。

**2.** 金融期货

2010年4月16日，沪深300股指期货合约挂牌的时候，最低交易保证金为中金所（中国金融期货交易所）收合约价值的12%，登记公司收3%，合计大约是15%，杠杆倍数不到7。后来，保证金逐渐下调，基本上在合约价值10%的水平，相当于10倍杠杆。

杠杆比例越大，意味着投机氛围越浓。在全球金融期货当中，10倍杠杆不算高，也并不低。比如，标准普尔的最低保证金大概是合约价值的6%，日经可能更低一点。那么，沪深300、上证50、中证500股指期货的交易保证金标准已经提高到合约价值的40%，按这个比例计提已经不能算期货的保证金了。

（二）期权

期权的保证金比期货要略低一点。现在做一份上证50ETF，合约单位是10 000份，按照2元多的价格计算，也就是2万元市值，开仓保证金大概为20%。

期权的资金杠杆使用比例和隐含波动率有关系，如果隐含波动率比较低，它的获利杠杆倍数就会很大。比如，在美国市场，做一些价外期权（又称虚值期权），可以一夜之间获得700倍，甚至800倍的回报。相应地，回落也特别快。

国内期权市场是一个相对小众的市场，过去每天成交量在两三万张。目前，国内期权的交易也活跃起来，也出现了一天数十万张的成交量。这是因为2015年8月26日，沪深300、上证50和中证500股指期货日内开仓被限制以后，想投机的人转到了期权市场，期权的交易就活跃了。

（三）债券

很多人不知道债券可以上杠杆，债券的上杠杆方式就是我们通常所说的正回购。

操作原理：买入债券→债券质押入库→提交入库后折算成标准券→回购交易。

在折算标准券的时候，每一只债券都有相应的折算标准，有些折算率为0，有些折算率比较高，比如，第一档折算率为0.9，第二档是0.7，第三

档是0.5。理论上讲，如果债券全价是100元，按照0.9的折算率计算，它质押入库之后就变成了90元的标准券，可以正回购出来90元。

实际上，在你第一次入库的时候，券商端不可能把标准券给你全部折成可用资金，而且登记公司不允许券商放超过5倍的杠杆。也就是说，如果你用100万元资金去买国债做正回购，可以做到600万元的头寸。

（四）股票

股票在没有开通融资融券业务之前，都是没有杠杆的。比如，用50万元只能买50万元股票。有融资融券之后，可以把这50万元的股票提交担保品，申请融资额度，再融出来50万元资金，这些股票的杠杆就起来了。股票的杠杆率，大多数券商是1：1，有些券商可以做到1：2。

**1.** 牛市的自强化

2015年的牛市，个股杠杆起了非常大的推动作用。

融资融券是从2011年开始的。2013—2014年，融资融券在制度和交易规则上发展得很好，可以融但是没有人融，所以整体的规模和量并没有起来。融资融券的规模和量真正起来始于2014年11月，当这个市场开始往一个趋势加强的方向走的时候，在个股杠杆的推动下，这种自强化的趋势没有对手交易的时候，泡沫被吹得很大，中间经历过两次暴跌。

**2.** 第一次暴跌

2015年1月19日，证监会清理券商两融，当天所有期指全部跌停，券商股瀑布式暴跌，场内融资从野蛮生长一下变成了规范发展。但是，行情还在往上走，融资的需求还在，怎么办？我们看到当时各种各样的互联网金融，大力在推所谓的配资和结构化产品，这些融资需求纷纷在场外进行配资，我听说最高的可以配到10倍杠杆。

**3.** 第二次暴跌

因为股票的杠杆只能往上加，不能做空，那么行情的方向就是一路往上。在赚钱效应出来的时候，因为不断地加杠杆，行情加速上涨，赚钱效应更加明显，刺激更多的人融资上杠杆，这是一个正反馈。但是这个反馈有反身性在里面，当这个反身性不可持续的时候，就会突然巨幅地转折。这个转折实际上大家都经历了，2015年6月底，证监会联合银监会一起清理场外配资，引发了第二次暴跌。

（五）分级基金

分级基金的杠杆，体现在基金合约里。大部分分级基金的A份额和B份额的资金比例都是1：1，相当于B份额借A份额的钱来炒股。借了多少钱呢？比如，初始的时候母基金是1元，A份额是0.5元，B份额也是0.5元，那么，B份额就借了A份额0.5元来做股票，承诺给A份额固定收益。这是分级基金的基本模式，这种模式与结构化产品是一样的，只是A份额和B份额是可交易的，2015年还出现了母基金的即时交易。

分级基金的杠杆跟什么有关系？

第一，跟分级基金A份额、B份额合约有关系。比如，它的初始合约的资金比例是1：1、1：2，还是2：3？

第二，跟母基金的产品投向有关系。比如，它是债券基金、股票基金，还是混合基金？

第三，跟母基金的持仓比例有关系。

比如银华深证100，因为它是指数基金，所以几乎是满仓的，那么B份额就相当于2倍杠杆。如果是一个券商B，B份额和A份额的比例虽然是1：1，但是母基金持仓只有75%，那么它的杠杆就比2倍要低。

（六）可交易开放式基金

可交易开放式基金就是我们经常说的LOF基金。还有一类最特殊的LOF，就是ETF，又称交易所基金。这些基金是不能上杠杆的，除非通过融资融券的方式，那么这与个股的杠杆就重复了。

## 二、杠杆的作用

第一，杠杆是交易者的刀。所有市场上的交易品种，满杠杆从大到小的标准排序是：期货、期权、债券、个股、分级基金，以及可交易开放式基金。杠杆是什么？是一把由你掌握的刀。杠杆运用的技巧在于择时。杠杆交易是你的权利，而不是你的义务。但是，有一类杠杆，既是你的权利又是你的义务：只要买了分级基金的B份额，因为B份额是向A份额借钱的，所以B份额是永远带杠杆的。

第二，借钱炒股一定赔光。不管有多少钱，只要借钱上了杠杆，碰到一次长熊市的时候，一定躲不过。分级基金的B份额一定会下折。那么，为什么还有这么多人愿意去做B份额，B份额的价值体现在哪儿？体现在适当的

时候，我们可以用它借钱炒股，但是杠杆的运用一定是阶段性的，而不是长期的。

第三，长期使用杠杆一定赔光。我听说很多银行股粉丝，买了银行股上杠杆。他们认为：银行股的红利可以对冲融资成本。先不谈融资成本，仅仅这个操作，在漫长的熊市里面，也是一定会被打止损出来的。我不知道对于2007年熊市，大家还有什么记忆？98元的云南铜业跌到6.8元，当股价被腰斩，再腰斩，第三次腰斩的时候，有多少资金都会灰飞烟灭。

所以，绝对不能长期使用杠杆，绝对不能长期使用高倍杠杆。因为如果这样，即便遇到大牛市，一次回调，照样亏光。这也就是为什么期货难做，做期货的人经常说“浮盈加仓全部泡汤”，“逆势死扛再创辉煌”。前一句的意思是，哪怕挣钱，杠杆太高，在波动的过程中也会赔光；后一句的意思是，如果你没有杠杆，心里会舒服很多。大家应该好好体会这两句话。

## 第二节 流动性等级

上面是用杠杆率标准划分交易品种。接下来，我们用流动性再次划分交易品种。问大家一个问题：现在全市场可以T＋0的品种有哪些？

有关流动性等级参见表2-2。

**表2-2** 流动性等级表

| 交易品种 | 交易制度 |
|---|---|
| 债券、可转债 | T+0 |
| A股 | T+1 |
| B股 | T+0回转交易，T+3交收 |
| ETF | 延时T+0 |
| 期指 | T+0 |

## 一、按流动性等级划分交易品种

**1.** 债券

债券，包括可转债，是可以T＋0的。那天有人跑过来做可转债，为什么？他觉得做可转债T＋0，流动性好，当天买当天就可以卖。

**2. A**股

A股不可以当天买当天卖，是交易结算制度决定的，并不存在特别复杂的交易难度。中国股市在1996年之前一直实行的是T＋0，后来改成了T＋1。

**3. B**股

B股的清算、交割、回转都可以是拆开的。比如最早的时候，我们的B股是T＋3交割的：今天买的，3个交易日才会到账；今天卖的，3个交易日才给你清算资金。但可以T＋0交易，当天买的份额，当天可以卖，当天买进多少可以卖出多少，可以冲销，我们管这叫回转交易。那么，国内为什么把回转交易停了，因为回转交易会极大地鼓励投机。

**4. ETF**

ETF有两种交易方式：第一，一级市场的申购和赎回；第二，二级市场的买入和卖出。ETF的交易准则是：当日申购的当日不能赎回，当日买入的当日不能卖出，但是当日买入的股票当日可以即时用于申购，当日申购的ETF可以实时在二级市场卖出。比如，当日买入全样本成分股，买完用全样本的成分股申购ETF份额，申购完份额之后可以在二级市场上把ETF的份额卖掉，因为赎回都是篮子股票，你可以把股票都卖掉。

那么，它相当于一种变相的T＋0。以前有很多人在日内做ETF的瞬时套利，做到后来，发现瞬时套利的机会没有了，就去做延时套利。所谓延时套利，其实就是做ETF的波段。这就是为什么行情起伏的时候，可以看到ETF的交易量总是比较大。

**5.** 期指

有了股指期货之后，股指期货的T＋0功能和波动性比ETF要好很多，手续费也便宜，于是很多做ETF延时套利的纷纷转去做期指，ETF的T＋0功能

就被抛弃了。股指上调保证金增加手续费以后，一些资金会重新回到ETF。

## 二、流动性的价值

市场需要流动性，大部分时候是应该给流动性一个溢价的。什么叫溢价？因为流动性好，所以定价高一些。那么，定价高一些的产品是好产品还是坏产品，这个怎么定义？再比如，是不是一个好的产品，它的流动性一定就好？

## 三、交易的本质

这就引申出一个问题：交易的本质是什么？有交易产生是大家对这个价格认可，还是不认可？假如你是买方，在10元的价位买了一只股票，其实你的购买行为里有两层含义：第一，你心里认可10元是你可以接受的价格；第二，你心里认为10元钱卖的是个傻子。多头空头对骂，“真傻，你在这儿做多”，“真傻，你在这儿做空”。所以，交易的本质是对价格不认可。

## 四、流动性应该是溢价还是折价

有一种非常奇怪的现象：在交易所市场，越好的债券越没有流动性，大家都惜售，你要卖可能卖得很便宜，但你要买又会买得很贵；而在银行间市场，越好的债券，质押越高，流动性越好。

所以，流动性到底是该给溢价，还是给折价？只能看标的。比如，被限制以前的三大股指期货，尤其是沪深300期指，是全市场流动性最好的，已经不存在所谓溢价或者折价了，因为大家都去考虑它。往往投机的人越多，这个交易的定价越公允；投机的人越少，反而价格越偏离价值。

## 五、债券的流动性

债券的流动性在当下市场其实是不好的，而且有一个问题：越好的债券流动性越差，垃圾债券反而流动性很好。通常我们关注的是风险等级不高、上下波动好的债券，比如122890（10凯迪债），票面利率比较高，有吃息的功能，风险等级AA＋，有抵押和担保，不可能违约。这种债券在市场中就是极品。

## 六、股票的流动性

2015年3月以来，全市场的流动性历史罕见，这一轮牛市创造了很多第

一，我认为最经典的是创造了日成交。大家可以想象一下，这个日成交是在没有放开T＋0的情况下创造的，假如现在允许T＋0，你们觉得这个市场的成交量一天会到多少？肯定是个天文数字。这种天文数字的行情是不能持续的。

我们要特别珍惜现有的这些交易品种。同样的一把刀，归根结底看你怎么去用它。不管你怎么用，它还是那把刀。

## 第三节 风险等级

上一节中提到的交易，在实战当中，它们的风险是什么？我再把这些交易，按照交易的风险，第三次划分，大家一定要把握这里面的核心。这些交易按风险从低到高排序，依次为：逆回购、券商现金类理财、国债（利率债）、信用债、可转债、指数基金、现货股票、股指期货、期权。

有关风险等级参见表2-3。

表**2-3** 风险等级表

| 风险等级 | 交易品种 |
|---|---|
| 无风险 | 逆回购 |
| | 券商现金类理财 |
| | 国债 |
| 低风险 | 信用债 |
| | 可转债 |
| | 指数基金 |
| | 现货股票 |
| 高风险 | 股指期货 |
| | 期权 |

## 一、无风险交易品种

### 1. 逆回购

风险最低的交易品种是逆回购。我们认为逆回购几乎是无风险的，债券回购期限有：1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天和128天。卖出的价格是年化收益率省略了百分号，比如，卖出价格为5，即以年化收益率5%把钱借出去，如果做1天国债回购（204001），则第二天清算时，返还资金，在第二天白天，资金可用不可取。

### 2. 券商现金类理财

第二类无风险的交易品种是券商现金类的理财产品。比如，原来我们做股票，证券保证金是在券商端存着，这些资金仅有极少的活期利息。为了获得数倍的活期利息，同时不影响证券投资，我们可以自动认购券商的理财类、现金类产品，但是取钱的时候要提前一天预约。这里的风险是券商挪用保证金和倒闭的风险。

**3. 国债**

国债也叫利率债、金边债，是国家信用。当国债都不能兑付的时候，这个国家的货币信用就基本崩溃了。所以，它的风险是极低的，几乎是无风险的。

## 二、低风险交易品种

**1. 信用债**

信用债自有交易所债券以来就没有违约过，到期都按时还本付息了，那这样的话，一个AAA级的债跟一个BB级的债有什么区别？所以，我们看到交易所的债最典型的特点就是：利差不大，间隔不宽。不像海外债券，比如美国的10年期国债，收益率可能只有百分之二点几，但是它的垃圾债收益率能有15%。

我们呢？国债收益率最低，AAA级国债收益率为3.8%，AAA级信用债收益率为4.0%，AA级信用债收益率为6%。一些类垃圾的债券收益率也不是特别高。这是因为：我们的市场不规范，还没有经历过一次违约事件的冲击。同时，市场的产品不足，导致一些低等级债的信用风险没体现出来。我们没有做空工具，不能够利用它的信用风险来做空这个债。所以，我们整个交易所的债券市场风险等级是比较低的。

**2. 可转债**

我们去关注可转债这个品种的时候，会发现一个很有意思的现象，大部分的可转债最终都转股了。为什么呢？因为对于上市公司，发可转债就是一次融资，它会想尽办法让投资者转股，这样的话它没有还本付息的压力。想实现债转股只有一个办法：让转股的人觉得划算。怎么样才能让转股的人觉得划算呢？股价涨到转股价上面去。所以在可转债历史上，低于130元的很少，没有转股的更少。在我印象里，大概只有武钢债没转。

**3. 指数基金**

大概10年前，我对指数基金有过很深入的研究，我的结论可能会让很多人震惊。

第一，75%以上的基金经理是跑不过指数的。

第二，如果定投一个基金的话，做指数基金。

比如，2010—2013年的熊市，全市场指数基金收益率最好的是深证100指数基金。当时很多做期现套利的人，是怎么做的呢？刚开始是用深证100的ETF和上证180的ETF去拟合沪深300，加起来280只个股，基本和沪深300样本股重合。拟合的时候，用70%的上证180加上30%的深证100做配比。后来发现深证100明显好于上证180，就变成100%的深证100，然后空期指，用深证100做现货。在当时，这一年能够跑赢市场将近10%。

第三，做指数最好的做法是择时。

大家有没有想过，标准普尔500指数或者欧洲50指数，为什么长期趋势这么好？因为它们把亏损的成分股都剔除了。但是买个股，是不可能做到这样选股的。这就是75%的基金经理跑不过指数的原因。选择定投指数基金，道理也在这儿。

择时对于指数来讲是最有效的。比如，我以前建议朋友定投上证50，低于某一个价位的时候两倍投，高于某一个价位的时候减半投。因为市场“抽风”的时候太多了，按照这种方法，从2007年5月到2010年3 000点的时候，实现了赢利，跑赢了市场。

**4.** 现货股票

相信大多数的朋友买股票，要的都是资本利得，不是股票红利。那么，现货股票的风险体现在哪儿？一是股价下跌，二是没有流动性。流动性的问题，挺要命的，如果参与海外市场，一定要考虑这个问题。

## 三、高风险

**1.** 股指期货

股指期货的风险相对大一些，首先在于杠杆运用得不合理，其次在于波动。比如，小行情大做，杠杆上得比较高，突然间遇到大波动，爆仓了。

很多人不理解爆仓是什么意思，以为爆仓是可用资金为负，其实不是的，是你的权益为负。比如，一个人用100万元的保证金做期货，平仓之后，只剩几分钱，没有可用金了，亏光保证金，就叫爆仓了。

穿仓，情况更严重一些。正常情况下保证金是你自己的钱，穿仓是已经赔到了期货公司席位上，倒欠期货公司钱。比如，有人满仓买甲醇，结果连续跌停，第一个板跌4%，第二个板跌6%，到第二个板，他已经彻底爆仓。这时候，他想利用三板强平规则，等第三个板被交易所强平，结果交

易所没管，直接把他给坑了，还得倒赔期货公司钱。

**2.** 期权

期权也有风险，比如，你卖了期权，别人要行权了，你买不到货。

## 四、风险偏好

**1.** 风险偏好和性格有关

一般来讲，风险偏好和性格相关。有些人赌性很足，把把梭，有些人不喜欢赌。在交易中，一定要选择适合自己的交易品种。但是，风险偏好会改变。比如，有些人原来是风险厌恶者，后来变成了一个风险爱好者。更多的人随着自己的资产和管理资金的规模越来越大，对于风险的认识逐渐深刻，会慢慢变成一个风险厌恶者。

**2.** 风险和收益相匹配

请大家思考一个核心的问题：风险和收益相匹配的含义是什么？风险越高，收益越高；风险越小，收益越少。那么，这就引申出来，你的风险收益比是什么样的？

**3.** 合理的风险收益比

通常我们做商品期货，在常规杠杆、正收益为3：1才可能会做。对于个股来讲也是这样，比如，当时有朋友问我：你怎么看中国中车？我说：这只股票从4元涨到40元，已经10倍了，还要怎么样？其实，这是用常识就能判断的，但是有些人看不清，在那个关头，就是着魔了，这其实就是贪婪之心。我自己也干过这种事情。“事前猪一样，事后诸葛亮”，没有经历你是感受不到的。

## 五、晋级三部曲

所以，想迈向成功，必须要经过三步。

第一步，经历过一轮牛市，知道挣大钱的感觉是什么。

第二步，经历过一次大的亏损，知道为什么赔钱。赔大钱都是源自性格的某个缺陷，早点认识它，在自己成长起来之前认识到，比到后来一次输到

爬不起来要强很多。

第三步，知道买，知道卖，知道加减，足矣。

## 第四节 交易框架

### 一、投机要素

投机要素表达包含两层含义。第一，在什么时候买什么投机品。这其实关系到资产配置的问题。比如：当觉得房地产很火的时候，去买房子；牛市来了的时候，去买股票。第二，在什么时候干什么事。这其实具体到了操作的问题。

### 二、牛市来了买什么

通常来讲，当你确认牛市趋势出来的时候，应该去买杠杆最高的东西，满仓大杠杆。这是好手的标志。这时候你就可以运用杠杆等级表（参见表2-1）、流动性等级表（参见表2-2）、风险等级表（参见表2-3）这三个工具，自己去选择。那么，很多人会说：你怎么知道牛市来了，如果我们都知道牛市来了，不是可以挣很多钱吗？其实，这不仅仅是牛市来没来的判断，更在于判断之后的应对。

### 三、牛市来了怎么办

第一，要选好“武器”。你随时都可以认为牛市来了，只要做好风险管理就行。比如，2013年6月，期指大贴水，我觉得这时行情应该已经到比较低的位置了。但是，我既不敢做多股票，也不敢做多期指，于是，选了可转债。我从2013年年底做到了2014年七八月，到了2014年9月，终于被个股的火爆给“勾引”进去了。

第二，要做好防御。以牛市看涨为例：第一种，融资做多个股，不涨不跌，亏资金利息，如果跌了，两边都亏；第二种，买期指，如果期指月月升水，亏升水的费用，这实际上是时间价值；第三种，买看涨期权，有可能会损失权利金；第四种，做多分级基金的B份额，不涨的话，分级B的溢价就是损耗；第五种，做多指数基金。有很多做法可以选择，关键要确定自己的底线在哪里，知道错了之后怎么办。

### 四、如何判断牛熊转折

确定牛市来了，在我的交易框架里有很多因素，比如2013年，我为什么认为牛市要来了。

第一，长期阴跌，大部分个股绝对价格很低。翻一翻那个时候的K线图，你会发现，从2010年3月到2013年五六月，指数从3 000点跌到2 000点，跌下去了1/3，股价为三四元的股票一抓一大把。

第二，市场长期萧条，绝大多数人不谈论股票了。比如，从业人员找不着对象。这是一个非常好的判断依据。

第三，市场好手在往里扑。在这次牛市前面，我印象特别深刻的是，在55168论坛，我看见我的一位朋友竟然在选权益类的产品，选个股，准备往里扑。因为我俩都是偏好低风险和无风险套利的，偏好低风险的人选择高风险产品通常有两种情况：一种是在长期阴跌的情况下，觉得价值来了；还有一种是面对连续的暴涨，终于被勾引进来了。第二种情况很危险，但前一种，我认为是一个好的判断标准。

第四，在牛熊转折的同时，图形上也会有背离出现。我的经验是：在大趋势的转折中，大多数的人都是对的。可以想象一下，大盘跌到1 800~1 900点的时候，到底是看多的人多，还是看空的人多？肯定是看多的人多。在这个大趋势里大部分人就是对的，只不过在行情一点点走的过程中，这些原来判断对了的人，逐渐走到了对立面去。随着走到对立面的人越来越多，下一个转折又来了，于是他们的判断又对了。

第五，在散户从一边往另一边走的过程中，要去关注那些熟手。但不是大V，大V因为他们的立场问题，粉丝一多，就不愿意认错了。如果将来我有这个倾向的话，大家一定要提醒我，也算是帮了我。

## 五、熊市和震荡市生存

对比着上面这些内容，大家好好想一想，熊市看空的时候怎么做，选哪些品种？震荡市怎么做，选哪些品种？

比如，在震荡市，看一看期权的波动率是不是特别大。如果隐含波动率很大，在震荡市是会逐渐收窄的。那么你可以卖出上证50ETF期权，卖买权、卖卖权都可以，或者两个都卖，拿权利金。当波动率持续收窄，到某一个区间，你要特别警惕，因为这个震荡区间有可能随时被打破。

比如，《华尔街见闻》曾说，VIX恐慌指数[1]飙升到40%，全球恐慌情绪上来了。这是什么意思？在过去几年美股长牛的过程中，VIX指数的波动率始终在12%左右，而飙升到40%，意味着该指数的波动率翻了三倍。而

VIX指数是有期权的，保证金极低，你如果花5万美元满仓做，这一把能做到将近100万美元。国内波动指数，我们现在能够想到的就是期权，用上证50ETF期权去看。

# 第五节 行情特点

本节将介绍一下各类品种的行情特点。个股的特点，大家自己去发掘。指数和分级基金，属于特点不是那么突出的产品。这里我主要讲不太常见，但现阶段谈论比较多的期货和期权。

## 一、期货的行情特点

**1.** 期货的两个属性

期货的两个属性包括投机属性和仓单属性。什么是投机属性？投机属性就是我买，我卖，我看涨，我看跌，是预期的问题。什么是仓单属性？比如马上要交割的工业品9月合约，一般都是9月15日前后进行交割，今天是9月5日，那么，9月7日周一开盘的9月合约价格，是由谁决定的？是由仓单价格决定的。要交货的人，已经把货交到了仓库，生成了仓单。这个仓单，既可以作为实物交货，又可以在市场上流转，甚至质押。

举个例子，现货仓单200元，期货价格220元，这种情况可能吗？我完全可以购买大量的仓单，或者主动去注册仓单，在期货市场抛上去，有20元的无风险收益。现货仓单200元，期货价格150元，这种情况也不可能。一方面，150元做空的人收不到仓单；另一方面，150元接了之后没法往后转抛，市场上处理不掉。这是商品期货的两个属性。

**2.** 共振

金融期货也一样。前三周基本上都是投机的，到第四周，进入交割周的时候，它的交割属性就会很明显地体现。比如，2015年9月2日，我想做多中证500，它当时贴水800多点。但是当天已经周三，周末是个风险因素，所以我会过了这4天再做。为什么呢？因为过了这4天就只有10个交易日了，10个交易日贴水800点，贴水超过15%。那么，我是在博弈什么？我是在博弈：有一天现货反弹导致期指的补贴水。补贴水就是期指的交割属性在起作用，而现货又在反弹，期指的投机属性也在起作用，当两个属性都朝一个方向起作用的时候，是我们做所有投机品的时候都特别渴望的一种状态——共振。这就是投机属性和交割属性共振，这个时候就是一个绝佳介入点，大概率能挣钱。

**3.** 多空博弈

此外，期货和股票是不一样的，它里面有一个博弈和“掰手腕”的过程。比如，大家认为一个500元的东西太贵了，要跌到300元，两年之内它也许会跌到300元，但在跌的过程中一定会出现锯齿状的波动，这种波动就是多空在博弈。

比如，今天上午出GDP（国内生产总值）数据，那么在十点半这个瞬间，交易的就是GDP数据是超预期的，还是不及预期的。如果是超预期的，对商品来讲那就是好，就应该买；不及预期，就应该卖；在预期附近，就应该观望。那么，这个时点，大家是在交易GDP数据。

但是，每个阶段多空博弈的对象都不一样的。可能昨天交易GDP数据，今天交易一项政策，明天交易报纸上的一篇文章。所以一定要分清短线、超短线、多空博弈和长期趋势之间的关系。

**4.** 周期

这里要讲一下中级课程要讲的“周期”。你交易的东西，长期趋势是什么，中期趋势是什么，短期趋势是什么，这里就有周期的问题。所以，我们谈“共振”，更多的时候是谈共振的周期性，希望它共振的周期点在同一个位置发生作用。在第七章第三节，我会详细地跟大家说怎么去找共振。

**5.** 超短周期的无序性

期货的另一个特点就是超短周期的无序性。超短周期的波动是没有规律的，无法测量，更不用去度量。那么，有没有人利用超短周期的无序性波动去挣钱？很多做高频的，不就是在做这个吗？比如，纽约的黄金、国内的黄金，在做无序波动的时候，出现了一个缝，那我就进去了。包括三角倒汇：欧元兑美元、美元兑日元、日元兑欧元，三者无序波动产生了缝，我就冲进来，把它抹平。

如果一个市场上这样的力量被限制了，会出现什么情况？会使超短周期的无序性波动具有趋势性，也就是测不准，这个市场就无法预测。现在我们的市场就是这个问题。所有平抑市场波动的要素都在被限制，比如期货、程序化交易。将来会出现什么呢？无序性波动更多。对于散户来讲，生存是容易了还是更难了？如果往上涨，生存就容易；如果往下跌，生存就会更难。

超短周期的无序性波动，不用过多地研究。很多人去研究闪电图，去交易

所要来容量非常大的闪电图，如果不是做程序化交易的话，这些都没有意义。你只要意识到它存在就行了。

## 二、期权的行情特点

**1.** 保险特征

期权有非常明显的保险特征。所谓“保险”，就是说买期权的人相当于付了一笔保费（权利金）。那么这笔保费，在隐含波动率比较大的时候是比较贵的，在隐含波动率比较小的时候相对比较划算。隐含波动率大的情况下我们去做期权的卖方，胜率更大。如果做投机，则应该找隐含波动率小的时候去做。

**2.** 隐含波动率

大多数时候我们不应该充当期权的卖方，如果充当卖方的话，要有很好的退路。比如2015年7月底，50ETF期权1603合约对应上证50指数，大约波动1 800个点，在1 300~3 100点之间波动，那个时候可以做期权的卖方，只要2016年3月期权合约价格落在这个区间，都是挣钱的。但是因为距离2016年3月时间太长，收敛了可以赢利了结；不收敛，可能平不了仓。这里就有一个对隐含收益率量化，以及长期挣小钱和短期挣大钱的矛盾。

比如VIX期权，做期权卖方的话，标的价格经常是每个月升水2美元，比如，8月是12美元，9月是14美元，10月是16美元，空单换月，8月空到9月，9月空到10月，一路换过来，每月能挣2美元。但是如果有一次，标的价格从14美元飙到40美元，立刻会损失惨重。

那么，这个风险管理怎么去做？比如50ETF的1603合约：卖一个买权，卖一个卖权，一旦接近上沿的时候，如果不足以对冲，弥补的措施就只有一个——再做一张期指多单。但是如果它在接近上沿的位置来回抖，那你就会损失手续费，这个操作就没有意义了。

## 三、行情背后的原因

这些行情特点，背后的原因是什么？是预期在起作用。预期是什么不重要，预期的转折才重要，甚至预期的转折的转折才重要，这是个二阶导数。核心是预期在这些品种上是怎么体现的。

本章小结

# 散户的突破

我们都是散户，但要形散神不散，要做到外在是个散户，但内心不是散户。那么，我们就要有以下这些概念，这是跳出散户思维的第一步。

**1.** 对手盘的概念

我带的很多交易员都觉得，期货好难做，股票日内交易好简单。为什么？对手盘不一样。期货的对手盘是谁？是我呀。我在里头都不挣钱，你们能挣钱？但是日内T＋0的对手盘是谁？是大爷大妈们，不挣钱说明你比他们还差。巴菲特有一句名言：上麻将桌之前，你要知道谁是傻瓜；你要是不知道谁是傻瓜，你就是傻瓜。道理是一样的：对手盘弱的地方，我们去；对手盘强的地方，我们不去。

**2.** 周期博弈的概念

在博弈的过程中，哪怕是下跌周期，行情也会突然有个大反弹。比如原油曾跌得那么厉害，而三根阳线就涨了20%，凡是单向做空的人都会直接“死”得很惨。期指大贴水也一样，从顶上下来，但是中间非常猛的几波反弹，也是涨停板出现的。

我们要有这样的思路：博弈是周期性的、阶段性的，重点是不一样的。哪怕认为长线应该闭着眼睛空的，当市场突然间谈论得特别多，人人很恐慌的时候，应该兑现掉一部分利润，也许一个周期性的博弈马上就要回来了。

**3.** 预期转折的概念

预期转折在技术图形上体现得非常明显。尤其对黄金、美元而言，预期转折在图形上特别灵敏。这是因为大家对它们的基本面研究得非常透彻，技术图形包含一些基本面信息要素。预期转折怎么找，可以参见第一章第二节的背离。背离指标到底怎么设置，怎么去表达这个预期转折，是非常关键的。

4. 期现结构的概念

期货做的是预期，是对远期的价格发现，现货是现实，期货和现货之间，也就是预期和现实之间永远存在差异。

期现结构的特点是：在一轮大行情里，现货涨的时候比期货涨得多，跌的时候比期货跌得多。体现在交易价格结构上就是，在高位的时候是现货升水，在低位的时候是现货贴水，在相对顶部区域，期货比现货便宜，在底部区域，期货比现货贵。为什么期货的波动幅度没有现货大？因为大家预期到顶，远期就不涨了，然后真的跌下来了。跌到一定程度之后，远期认为见底了，远期就不跌了，而现货还在跌。

期货贴水一定是顶部，顶部一定会出现期货贴水吗？不一定。这只是一种现象，但是在某一个区间，期现结构如果出现巨幅的波动，你要密切观察。

比如，2014年6月，期指大贴水，然后大升水，又大贴水。这说明什么？说明期货找不着现货的位置，远期博弈非常剧烈，这是情绪变化的现象，这个时候你一定要密切关注，很可能要变盘。是不是一定变盘？不一定，或许高位震三次之后，预期又一致了，期指大升水又起来。比如，2014年12月，期指大升水；2015年1月19日，期指跌停直接杀成大贴水；2015年3月大升水，又起来一波，5月又大贴水，所以当这种期现结构在短期之内出现巨幅波动的时候，一定要小心。中证500曾在1万多点的时候一直在贴水，有两个交易日大升水500个点，三天之后又回到大贴水，贴了五六百个点，那时候，你有没有想到情绪出问题了？如果想到情绪出问题了，同时发现市场的波动也特别大，就要想是不是要变盘了，要小心一点。

5. 收益率适当性管理的概念

每个人对收益率的要求是不一样的，刚工作的时候，我有两万元存款，全仓去博，没事啊。我一人吃饱全家不饿，爸妈当时不用我养。如果老婆孩子热炕头都有，而你却把你们家买房款准备5倍杠杆融资，那是赌命。所以，收益率适当性管理，决定了你的投资哲学和交易哲学，也决定了你选配的战术。

---

[1] 1993年，芝加哥期权交易所推出了指数期权隐含波动率加权平均后得到的VIX指数。该指数有“恐慌指数”之称。——编者注

# 第三章
# 如何正确认识自己

## 第一节 认识你自己

我们做投机，首先要明白自己是哪种类型的人，要有自知之明。如果不了解自己，等于还没有把自己武装起来，就冲上了战场。

### 一、交易性格

认识自己有很多方面，这里主要谈的是交易性格的问题，即什么样的性格适合什么样的交易。它体现在以下几个方面。

#### 1. 收益率要求

大家想一想，你对收益率是什么要求。有些人对于收益率要求不高，比如以我的性格，我认为收益率为20%~40%就可以了。而有些人，70%的收益率都嫌少，甚至要求收益翻倍，年年翻倍，月月翻倍。这两种对于收益率的要求反映了交易者的不同性格，相应地，他们的交易性格也不同。什么叫交易性格？你在交易的时候体现出来的性格中的某一些特点，就叫交易性格。交易性格非常重要，它关系到你要选用什么样的操作方法，决定了你的交易哲学和操作习惯。

#### 2. 操作习惯

有些人性格很慢，属于慢性子。你让他去做短线，不可能，他下不去手。而有些人是急性子，你让他多拿一分钟股票都很难。比如我有一个朋友，他做交易的时候，经常说“我扛到收盘”，说完这句话，15秒，他基本上就平仓了，不可能扛到收盘。这是性格和操作习惯的问题。

#### 3. 思考问题的角度

思考问题的切入点很重要，比如，我会顺着一个逻辑去思考，把这个逻辑串联起来，看看能不能串联成。在生活中，我更愿意相信对方，而不愿意去跟对方抬杠。而有些人，思考问题永远都是从负面因素考虑的，“你说

这话什么目的”，“你说这话肯定对我不利”，“你说的也不对”，这些是这类人的口头禅。像这种人，他就是爱抬杠的性格，你让他去做短线，去顺势操作，不可能。这类人应该做什么呢？可以做套利，他们的交易框架就应该从头到尾都认为市场是错的，要去跟市场抬杠。相应地，他要选用一些度量市场错误的方法来做交易。

**4.** 反省错误的方法

有些人反省错误都是从自己出发：我哪里做得不好，哪里做得还不错。还有一些人，他反省错误的时候习惯责怪别人：都是那个电话打过来了，所以我没平仓；要不是那次断线了，我也不会赔这么多钱。那么，这种反省错误的方式是对还是错？不一定。不要觉得第二种反省错误的方式不对，他这样反省错误，也许是让他心理平复的一种很好的办法。这种心理平复，其实是很关键的。

**5.** 价格偏好

价格偏好指的是对于股价敏感不敏感，喜欢高价股还是低价股。有人喜欢贵的，觉得一天涨8元挺好的，忘了这股价其实400多元；还有一些人从来不买15元以上的股票，认为15元以上的股票都是坑。如果不买贵的股票，那他对收益率的要求也许反而很高，这是在价格偏好方面。

**6.** 行为障碍

比如：让我去追涨，我永远不会追；让我在跌停板上杀跌去卖，我永远不会卖。有没有这样的人？我身边就有这样的例子，他跟我说：“我做股票绝对不砍的，肯定不割肉。”这也是一种性格。那么这种性格体现在交易上，他是死扛的，10元买入的股票跌到9.5元，只要不涨到10元以上，这只股票跟他一辈子。

## 二、交易对性格的影响

我们每个人的生活习惯、性格和爱好，都会体现在自己的交易行为上。比如，有人听人家一句话把股票买了，听人家一句话把股票卖了。产生这种现象的原因，是他的交易性格就是这样子的。

尤其是在杠杆交易中，大家可以仔细思索一下，当你做股票，或者在个股上上杠杆，或者做期权品种、期货品种的时候，有没有感觉到：杠杆会导致你自己的问题成倍地出现，让你的优缺点放大。

我自己的感觉是：杠杆会极大地放大一个人的缺点。如果是一个胆小的人做杠杆的话，他就更加不敢出手；如果是一个胆大的人，在做杠杆交易的时候，他会立刻变得比原来疯狂得多。为什么我说慎用杠杆，就是这个道理。当把握不大，没有想好退路的时候，你最好不要用杠杆。一旦你用了杠杆，你的弱点立刻就表现出来了。

我们做所有的交易，其实都是在跟人性战斗，性格弱点有两个最本质的东西：第一个是贪婪，第二个是恐惧。做交易的过程，就是我们跟这两个弱点战斗的过程。贪婪，往往意味着顶部的形成；恐惧，都是砍出来的底部。在第十四章，我会详细地说我对贪婪和恐惧的一些反思，以及对贪婪和恐惧的一些度量方法。

## 三、短线交易需要的性格特点

做短线交易，需要什么样的性格特点？之前我让大家做过贝尔宾测试，我认为这个测试是一个非常好的可以揭示人的性格的测试。

### 1. ME、CW高

在贝尔宾测试中，ME代表你的执行力，CW代表你的决心，即英文中的determination。我不知道大家玩不玩游戏，如果玩足球类的游戏，在找罚点球的球员时，一定要找CW好的球员。为什么？因为CW好意味着他敢果断出手。那么，ME是什么？ME是敢出手，而且敢按照自己的方式和方法执行。做短线交易，我们要的就是这两点。CW和ME一定要高，一项高一项低、瘸腿不行。

### 2. 简洁明快

短线交易员的性格特点是：简洁明快。什么叫简洁明快？说去哪儿就去哪儿，现在就走。说干什么事情，目的清晰，态度明确，方法得当，到了就做，做完就走。为什么好的女交易员，个性都不太像女孩子？一般女孩子的性格是多愁善感，优柔寡断，喜欢比较。但是，一旦她们开始做短线交易，这些性格全部都得改掉，逐渐地改光，去适应这四个字：简洁明快。

比如一个交易员去买衣服，肯定不会先在港汇比一比，然后发现恒隆也有一家店，再跑恒隆穿一穿，比较之后，最终到浦东八佰伴把衣服买了。一个好的交易员去买东西，基本上就是：我已经想好了，要买这件衣服；我缺一双鞋，到这家店里看到一双鞋，是我经常买的牌子，不错，拿过来试一下，可以，穿脚上就不脱了，付钱走人，简洁明快。

**3.** 执行力好

根据我的观察，身边做短线交易做得好的，A型血的人居多，B型血的人也多，AB型血的人就没有。O型血的人做得好的也有，但最多的是A型血的人，为什么呢？A型血的人守纪律、执行力好。AB型血的人通常比较纠结，最不利于做交易。

**4.** 依靠系统，纪律严明

做短线的要诀，就是八个字：依靠系统，纪律严明。依靠系统是什么？是你的决断力，到这个系统位置我就要做，一定要做。其实是系统给了你做决断的勇气。纪律严明，该做的时候就要做，不该做的时候就要平。这是最关键的。

## 四、长线交易需要的性格特点

**1.** 心态开放不偏执

为什么心态要开放？我在雪球上发帖子的时候就发现，有些人就是来跟你抬杠的，你说朝东，他一定说要朝西。他要的根本不是观点，他只是为了反对而反对。这种人就属于略偏执，或者说是杠子头。

还有一些人的偏执体现在哪儿呢？认死理。我微信群里有一个朋友，永远做多的："跌是为了更好地涨"，"涨是为了将来更猛烈地涨"，"现在的下跌是为了到时候百倍上涨"。

偏执型的人，不要做长线，会严重亏损的。我一直强调，我们不能去做不能错的事情，特别偏执的人去做长线，他一定会错的。

**2.** 自信

自信体现在哪里？体现在对自己坚信的东西有底线的自信。无底线的自信，有可能会带来比较大的灾难。比如，在高位大量去融资的、想一年赚10倍的，往往都是没给自己设定底线。

**3.** 有底线

比如，2015年某期货大佬的期指多单，你说他有底线吗？他成功过，平时挺有底线的，但是在这个当口，他的底线就逐步在往后退。自信和有底

线，这两者本身略有一些矛盾，前者是去做的问题，后者是执行的问题。如果一个人很自信，认为这只股票非常好，愿意去赌，没问题，但亏了多少钱必须出来。这就是有底线的自信。

**4.** 大局观

很多人在做长线的时候，眼睛盯在每天股价的涨跌上：昨天涨了五毛，今天跌了三毛，后天涨了两毛，大后天又跌了五毛……其实，这样是不对的。做长线要求的是大局观，在大概率的时候，去做大概率的事情就可以了。

长线做事，短线做势。长线做的“事”是事情，短线做的“势”是情绪。你刚入行就跟老板讨论：我今晚加班，为什么只给了我两倍工资？明明今天是法定假日，按照《劳动法》，你要给我三倍工资。这样的人将来会成功吗？也许会，但是很累，他成功的概率很低，速度很慢。这跟我们做长线交易是一模一样的，既然做的是长线，心态就放好，基本面没有发生问题的时候，不要过于计较。

我自己做长线的经验是，从自己身边的东西入手，做熟悉的、有把握的。不是曾经流行过一个词吗？能力圈。你就做自己能力圈里的事。做自己能力圈里的事，一定要克服一个障碍。什么障碍呢？就是干什么说什么不好。比如，以前我是证券从业人员，大家一说起证券行业就是：这行不行，烂死了。研究电子的朋友会说：这行废了，这行根本就没有前途。这是不对的。我们从事的这些行业，哪怕你再看不起它，在这个行业里出现大涨的股票都是很正常的。我们要用开放的心态去理解自己的行业。

**5.** 高情商

高情商体现在哪里？体现在对事物的发展变化比较敏感，当这个事物起变化的时候，能够比较早地感受到。比如，2007年的时候，我朋友做中粮屯河，2007年那么大的牛市，这只股票没怎么涨；2008年大盘跌的时候，它开始涨，大盘从5 500点跌到3 000多点，而它的股价翻倍了。当时，很多买了这只股票的人喜出望外，但是他感觉不对，这只股票该涨的时候它不涨，该跌的时候它不跌，应该已经到头了。

比如2015年9月，我一直认为期指日内开仓限制以后，整个市场应该处于一种阴跌状态，但是它就是不跌。这说明什么？说明现货还是挺强的。当时我们的观察点要看它能不能维持，说不定有一些观望的资金陆续还会再进来，但这里边可能会有一些变化。因为我也在思考自身的一些行为，像我当时空仓的，如果过了国庆节，行情还是不跌，是不是要进来买一点，

配置一些。这时用“情商”这个词可能不是很恰当，但这种敏感度，是做长线交易需要的。

## 五、交易成功者的性格特点

我身边做交易成功的例子有很多，我所指的成功跟他们现在钱多钱少没太大关系。有的人，哪怕只有10万元，但是已经很稳定，每天从这个市场里能挣一两千元、两三千元，他一样是一只小鳄鱼，但早晚要成为大鳄鱼。这些成功者共同的特点如下。

### 1. 温和

什么叫温和？不抬杠。有抬杠的工夫我干什么都行。你可以看一看，在网络上，只要是跟粉丝对骂的，基本没戏。你连别人的不同看法、对你的评价都忍受不了，怎么去接受市场对你的评价？市场的评价，可从来不会风平浪静、如你所愿。你看涨，市场马上下跌，抽你一耳光；你刚看空，市场马上又上涨，再抽你一耳光。你能怎么样？这地方专治各种不服、不温和，三天就让你精神分裂了。

### 2. 谦虚

我们现在私底下聚会的时候，说行情，说观点，但是从来不说头寸，也不说头寸的方向，只说怎么看。比如，“你对美元怎么看”，“我觉得可能在盘整吧”。谁都不说方向，也不会去问你现在做什么头寸。我们只会问：你觉得现在有没有什么机会啊？这种话可能多一点。从来没有人会直接问你什么头寸，说了没用。因为那是别人的观点，你要怎么去用？

我自己的经验是：我看所有人的观点，都是以一种去找他漏洞的方式，会在心里揣摩。现实中我不能这样，这样的话攻击性太强，别人就不愿意跟我交流了。比如有人说了很多话，那么我就会在心里想：他说的这些话，在逻辑上有没有问题，有没有漏洞？我会尝试着拿自己的疑问去问他，如果他的回答没问题，那我就认为这个逻辑是对的。你接受任何一个观点都应该是这样的：看到一个观点，首先要问一问，它的逻辑在哪里，或者你自己总结它的逻辑在哪里。这个逻辑有没有漏洞？如果有漏洞的话，可以去问问他，看看他怎么回答。

我特别乐于跟人交流我逻辑上的问题，这也是我喜欢在雪球上发一些带有我观点的帖子的原因。我为什么会这样做呢？因为当我把逻辑和观点摆出来的时候，如果有人能来跟我交流，找到了我逻辑上的某一个错误，也许我会避免亏好多钱。如果我在网上发了一个帖子，引出来一大堆人攻击

我，但是他们的所有攻击全部一点意义都没有，根本不能说服我的话，扭头我就把这个头寸加倍了，因为我坚信必将挣大钱。而且这个经验就没错过。我抛出一个观点，反对的声音很多，支持的声音也很多，这是我最开心的时候，因为只有这样的观点才有讨论的价值。

3. 攻击性差

交易做得好的人，通常都有一个口头禅："你说的有道理"，"有道理"。10句话里面至少有两句是这样的。大多数交易者，对于事物的观察都是比较细致的，对于谎言的识别特别敏感。你说两句话，他马上就知道你是不是言过其实，是不是在吹牛。我认识的一个朋友，业内都知道的，身价十几亿元，天天说自己是个学生。去期货公司开会的时候，他拉着一个刚入行的年轻人说：请教一下，这个行情你怎么看啊？对方精神一振正准备说呢，直接被他老板给摁住了。为什么？人家性格是这样，没有什么攻击性，就算听到你的话在逻辑上有问题，也是心平气和地跟你表达。

### 六、性格是天生的吗

那么，这些性格特点到底是先天的，还是后天形成的？大家可以想一想，你温和的态度是先天的，还是后天的？在对待他人观点方面，你小时候和现在有什么不同？比如我们小时候对待老师的批评总是不能接受的，或者老师的批评可以接受，但不如我的人永远不能说我，敢说我马上跟他翻脸。

我其实是急性子，跟我不熟的朋友都说我挺温和的，其实自己家人知道，我有时候性子很急。但是在交易上，我相信我是一个温和的人。不管什么事情想好了做，吃亏了认，也不抬杠。所以这些性格，有些是先天的，有些是后天的。你如果先天具备了一些优势的话，后天就更好养成。你如果先天没有这些优势，甚至先天是劣势的话，后天要做的事情就比较多，比较痛苦。

据说在华尔街，有的交易员为了让自己温和、少攻击性，男性会注射雌激素。他们为什么这么做？为了让自己别那么冲动，在交易上心态更平和一些。

## 第二节 自我塑造

### 一、先天性格特点

根据我自己的观察，先天形成的性格特点，比如乐观和悲观、内向和外向、纠结和简洁，这些是很难改的。

**1.** 乐观和悲观

有些人天生就是乐观主义者，整天笑呵呵的，赚了20万元这样，赔了20万元也这样。你可以说他们傻，但是这种傻在交易中就特别有效。为什么呢？他们赔的时候不走心，不走心的人再处理下一笔就简单。

**2.** 内向和外向

内向和外向也是天生的。有的孩子生下来就内向，不爱说话，你怎么说都没用。有些孩子很外向，人来疯，人越多越兴奋，刚开始蹦桌子上，最后翻着跟头撒欢儿。

**3.** 纠结和简洁

有些人天生就纠结。很多人的强迫症是从小形成的，我见过一个朋友，他的强迫症到什么程度？出门的时候，要把自己所有的鞋子摆一顺，鞋带都系成一个样子，这种人天生就纠结。但有的人则相反。

## 二、后天性格特点

**1.** 平复快

一旦出现交易差错之后，平复得是快还是慢，这是后天要训练的。我举个真实的例子。曾经有一个同事接电话报单，客户要求卖出，结果他打成买入，啪一下涨停板了。电话那头客户当时就疯了：怎么回事，怎么给我买了，赶紧卖两倍！结果，他一下又打成买单，这回直接封死了。客户真的快疯了，快崩溃了。还好，第二天高开，直接平出来了。这是为什么？因为他平复太慢了。后来，我们发现这个问题后，一旦出现交易差错，就让这个交易员先不要做，停一停。为什么？因为他的平复也许需要时间。

大家想想，自己有没有孤注一掷的时候，什么时候自己最容易孤注一掷？大家去赌场看看，押大小，连开了十三把大，第十四把，肯定有人玩命地往小上押。为什么？他错了十三次，这次一定要翻本，一定要博个大的。所以，在连续错的时候，人们最容易孤注一掷。怎么让自己平复得快？要会安慰自己。怎么安慰？比差不比好，这是一个办法。郁闷死了，今天刚砍了两笔仓，这时你不要去跟今天挣钱的人比。你要跟今天赔得比你多的

人比，一定要找个比你差的。群里面有时候开玩笑：女朋友不要你了，没关系，她也没要我呀。你这么去比，心态就好了。

**2.** 懂舍离

什么叫懂舍离？要会放弃。机会有，很小，不值得做，放弃不做。不做不赔，一做就赔，越做越赔，做得越大赔得越多。这其实是走入恶性循环了，要懂得放弃。

放弃有很多种，比如放弃利润，或者放弃自己认为的一个敏感价位。大家有没有吃过这样的亏：本打算挣够50万元就不做了，结果自己的市值永远停在49.8万元。有吗？估计这种人很多：我必须以20元整的价格把这股票卖了，结果股票涨到19.75元再也不涨了。做交易你要求那么完美干什么？完美主义者就这点差：明明该走了，差一点到20元，我忍忍20元再走，结果涨到19.75元再也不涨了。

**3.** 温和

温和是可以后天养成的，这叫养气。儒家文化里有"居移气，养移体"，讲的就是怎么样才能成为一个温和的人。其实我个人认为，成为一个温和的人，首先这几点一定要避免。

第一，不抱怨。要做一个不抱怨的人，只要这一点做好了，你温和的性格已经成了一大半。

第二，少用反问句。不管大家是当面交流、打电话，还是上网交流，都尽量少用反问句。攻击力体现在哪儿？首先，反问句多；其次，自己永远要说最后一句话。这两点你只要改掉一个，火气就大大降低；改掉两个，基本上别人都会认为你是一个没什么攻击力的人。

第三，推己及人。在日常交流中，学会欣赏别人，同时理解别人。别人的观点很偏激，能沟通就沟通，不能沟通也报以理解。

**4.** 口服心服

这个市场专治各种不服，总归你会被它打服。服体现在哪里？

第一，可以平静地接受结果。

不服的表现是什么？大家想想小时候我们什么样，坐地撒泼，又哭又闹。

但是我们做交易这样有用吗？跟谁哭，跟谁闹？要口服心服，这是第一步，平静地接受结果。

第二，认真地检讨、思索自己的问题。

口服是外在表现平静接受，心服是内在平静地检讨自己。我刚才错哪儿了？这笔交易为什么会错？中间有没有机会？有机会的时候我为什么没抓住？这是心服的内容。这两个步骤都很重要，因为这影响我们心理的平复。

**5.** 乐于砍仓

我的老师曾经提出来一个观点：有的时候对于砍仓认错、砍仓都是要乐于接受的，甚至是很开心的。这个我目前做不到，但是我能理解他说的很开心地砍仓是什么意思。他的本意其实有两层：第一，我砍仓了，是按照我的计划砍仓的，我开心，开心是因为这件事情从头到尾都是按照计划在做，最后执行到位了，我为自己做到了砍仓而高兴；第二，我们的交易是有成功率的，我这一笔砍仓了，意味着我下一笔砍仓的概率就小了，我为下一笔交易有可能成功而开心。

大家有没有想过，什么时候我们可以坦然地面对亏损？是我们内心接受它的时候。我以前带营销团队，很多营销员不愿意打电话。为什么？打1000个推销电话，大概有20个人可以听完，2个人愿意接受你的推销，打1000个电话，要失败998次。但我也遇到过一个打电话乐呵呵地，主动找我要求打电话的营销员：他们的电话都可以让我来打。我就问他：你是怎么做到的？他说：998个电话，打一个排除一个，我每打一个电话，离成功就近一步，我把998个电话都打完，最后2个大概率都是成功的，我为什么不高兴？在交易中形成这种思维方式是非常难的，包括我自己，也做不到这一点。

**6.** 诚实

我认为最后一个比较关键的后天形成的性格是诚实。

第一，内心没有负担。

什么叫没有负担？实话实说，不编造。一句谎话要用十句谎话来掩饰，吹个牛皮，要用二十个牛皮来弥补。人的精力是有限的，把精力浪费在吹牛皮和编瞎话上，其他事情做得就少了。吹牛无济于事，这行最实事求是。

第二，诚实才能更好地检讨自己。

这一行是最实打实的，淘宝上有卖修改交割单软件的，那不是自欺欺人吗？我们要的不是自我安慰，要的是实打实的稳定盈利。只有诚实了，才能够面对自己的内心，诚实是交易成功的前提，是成为强者的第一步。

第三，诚实和内心强大互为因果。

你会发现交易做得非常好的人，他们的内心都很强大。诚实和内心强大是互为因果的。因为诚实，所以强大，事无不可对人言。因为内心强大，所以没必要撒谎。我为什么要撒谎？我不求你，不想占你便宜，也没有想过要利用你，没必要搞那些虚头巴脑的事。

## 三、最理想的交易状态

先天的性格、后天的性格在交易中交织，你不可能做到这一阵子改得很好了，然后这个错永远都不犯了。某一类型的错误，你会犯的时间周期会越来越长。比如：这种冲动的错误，我原来一个月犯三回；自我修养、自我净化之后，我三个月犯一回。这是一个非常好的进步。

那么，在塑造交易性格的过程中，我们都希望自己进入最理想的交易状态，让内在的交易性格和外在的交易技巧形成共振。这就像顿悟，很难言说，但是外在会有反应，通常表现出来的就是：微出汗，睡得着。

手心略有些出汗，心里有点紧张，后背有点发凉。这时候你的身心系统很兴奋，但是这种兴奋又不影响睡眠，是一种睡得着的兴奋。睡得着意味着你对这个头寸是有把握的，没有坐卧不宁。

我带的学生，初学做日内短线的时候大都经历过这种状态，这个时候我会告诉他们：现在你们已经进入了最好的状态，你们要体会这个状态是什么，要记住你们是在什么情况下达到这个状态的，你们以后要做的就是重复这种状态。

我的一个学生现在做短线，成功率非常高。他第一次做短线成功的时候，是什么状态？就是我说的这种微微出汗、很期待的状态。做一阵子之后，他的内心不断强化，他就会问：周末怎么不开市呢？做着做着，你会发现交易变成了例行公事。

我的一个朋友说他现在做这行完全变成例行公事了，那怎么办呢？上量啊。做1万股不出汗，那就做10万股；做10万股不出汗，那就做20万股。上量，马上让你出汗。必须再次找回那种微微出汗的感觉，不能停留，在一个瓶颈停留的时间越长，就越难突破。手顺的时候把量加上去，手不顺的时候，把量减下来，手马上又不出汗了，这样的心态就很好。

这是最理想的交易状态，我们要让自己、身体和心情都进入这种状态，这样才会快速成长。

# 第三节 热爱生活

## 一、日常生活对交易性格的影响

**1.** 热爱生活

《天龙八部》里有一个扫地僧说过：佛法在求渡世，武功在求杀人，两者背道而驰。只有佛法越高，慈悲之念越盛，才能练习更多的绝技。但是，到了这种境界，就会不屑于去多学杀人的法门了。交易的道理和这其实是一样的。

交易会给你很多负面的情绪，要化解这些负面情绪，单靠你的个人修养是不够的。我白天在盘子上赔了10万元，晚上回到家里还能很有耐心去应付女儿的问题、太太的问题、家里的烦心事吗？不可能，我们都是吃五谷杂粮的人，不可能有这样的修养。那怎么办？我们要热爱生活，用自己对生活的热爱去抵消这种负面情绪。我的一位朋友，做完单子之后，很郁闷，去游泳去了，游泳的时候看看美女，一会儿心情就好了，这是一种平复。

**2.** 适度游戏

什么是适度游戏？就是要学会放松。我的经验是：在日常生活中，可以考虑玩一玩游戏。比如电子游戏、电脑游戏这类的小游戏，而不是游戏人生。玩游戏要适度，所谓适度，就是衡量做一件事情时我们能不能做到四点：对身体好，对心情好，对出名有帮助，能带来利益。

比如有一阵子，我喜欢玩数独游戏，为什么呢？因为做短线交易大部分都是靠直觉的，浑浑噩噩的时候想让自己用逻辑思维来思考问题，让自己通通脑子。我以前的一个朋友，右手用鼠标两个月，换左手再用两个月。这种适度的小游戏能让心情转换一下。

**3.** 幸福而不乏味的生活

生活要靠自己去找惊喜，这其实也是热爱生活的一个体现。

**4.** 伴随一生的爱好

我认识一个朋友，他在台湾做交易做得很好。他的爱好是什么呢？弹钢琴。他学钢琴是自己看着视频摸索的，没有请过老师，每天弹15分钟。他跟我讲：他的梦想就是将来有一天，可以把卡农钢琴曲弹下来。他现在每天坚持弹15分钟，已经弹了21年。其实，这就是伴随一生的爱好。

**5.** 要远离负能量的人

要远离负能量的人，因为他们给我们带不来什么好的影响。有个大佬说过一句非常经典的话：下辈子只做投机，不结婚。可能他的太太给他的负能量是比较多的。他的感慨就是我说的远离负能量的人。这个世界确实不是所有的事情都是阳光的，但是我们要尽量去找阳光的东西，而不要只盯着黑暗的。黑夜给了我们黑色的眼睛，我们要用它冲这世界翻白眼，而不是闭着。

**6.** 多找自己的问题

如果有人抱怨说：唉，今天赔钱是因为那个软件，又把买单打成卖单了。马上就有一个声音对他说：如果头一次出现这个问题的话，你可以说一次；第二次再说这个问题，就不应该了；第三次再说，跟软件根本没关系，就是你的问题。

## 二、如何克服性格弱点

下面讲几个小技巧，告诉大家产生性格弱点的时候，该怎么去处理。这些都是我用真金白银换来的经验，希望大家能够注意并学会这些技巧。

**1.** 持仓犹豫不决的时候全卖光

当你对自己的持仓犹豫不决的时候，卖光。卖完了之后，如果你还想再买回来，就买回来；如果你不想买回来，说明就是该卖了。比如你买了某一只股票，晚上睡不着，特别纠结，不知道这只股票到底是该留还是该卖。好，那就在第二天早上把它卖光。卖完了之后再想，还要不要买回来：如果想买回来，就不要犹豫了，这个头寸基本上没问题，就买回来；如果不想买回来，那说明这只股票就是该卖了。

其实一个交易者，在面临头寸要出现亏损之前，是有预感的，是很紧张、很纠结的。这么一买一卖，虽然你在持仓上损失了点儿手续费，甚至损失了一些冲击成本，但是你再也不会犹豫不决了。就我自己的经历而言，当持仓犹豫不决全卖完的时候，我能把它买回来的概率，不足十分之一。这

是一个救过我很多次的小技巧。

**2.** 在下决断的时候站起来

有时候没有决断力，不知道自己到底该不该做：想做，怕做错；不做，又觉得亏了。这时候该怎么办？站起来。在下决断的时候站起来，会让你避免很多的无效交易、低效交易，甚至是完全不必要的交易。站起来停那么一下，两秒钟，你的情绪就完全不一样了。这是一个非常简单但有效的方法。

**3.** 学会深呼吸

当要做一个重大的决断时，你也站起来了，这时候可以深呼吸，让自己平缓一下。尤其是在出现大额盈利与大额损失的时候，要深呼吸一下。做深呼吸在医学上的原理是什么，我不知道，反正我自己做很有效果。每当要做一件事情，但是又不确定一定要做的时候，我就深呼吸一下。此时，我基本上就可以确定要做还是不要做。包括在交易室有时也这样，一旦他们日内T[1]得很开心的时候，我突然间吸一口气，然后说“这股票还剩多少股”，他们就知道，我肯定是要准备卖股票了。

**4.** 少说话，晚表态

尽量少说话。这一条最关键的是一定要避免早表态。我经常举这个例子。尤其是在做短线的时候，我们是在做什么？我们是在帮人打架。多头和空头在打架，你不要一开始就上场。帮多头，你傻？多头来了个小个子，空头无比强大，你去帮多头？你让他俩先打，打到你觉得差不多的时候，再上去帮忙踹一脚，既享受胜利果实，又不承担亏损责任。少说话，晚表态，一定要学会这一点。

所有市场控制的手段，都是逼你先表态。比如，涨停板直接打上去，如果我是做盘的人的话，实际上就是在逼你表态：你追还是不追？你追，可能我就给你了；你不追，上面都是我的封单，明天再涨一个。当然，这已经变成市场操纵的一种技巧，这种技巧大家学了没有用，但是要会分辨：这是他在让我表态，他越是让我表态，我越是要晚表态。

表态太多的原因是：总害怕错过机会，所以每次都要表态。不要这么想，因为这个市场的机会太多了，没有任何一个牛市是不可错过的。不要觉得“这辈子我绝对不能错过这样的一个好机会”，不要这么想。当这么想的时候，你离赔大钱或者吃大亏已经不远了。

## 三、交易小游戏

有几个游戏，我认为大家在集体活动的时候可以玩，对大家的性格塑造会有一定的帮助。

**1.** “杀人游戏”

在玩这个游戏的过程中，我们可以看到每个人的性格是什么样子的。这个游戏主要锻炼我们的观察能力。

**2.** 猜名字

比如说我在心里想到一个人的名字，他可能是一个真实的人，也可能是一个虚拟的人，然后大家比，看谁能够用最短的时间把这个名字猜出来。比如我心里想的名字是奥巴马，然后你就可以来问我问题。你问的这些问题，我只能用“是”或者“否”来回答。你会问：这是个活着的人吗？我说：是。好，继续猜。你问：这是个男人吗？我说：是。你问：是个外国人吗？我说：是。你接着问：是个黑人吗？我说：是。你又问：是一个政治家？当我说“是”的时候，你可以问“他是不是美国人”。这样一来，就把曼德拉排除了。“奥巴马对了吗？”“对了！”这就猜到了。谁用的时间最短，谁就是赢家。这个游戏主要锻炼大家的逻辑归纳能力。

本章小结

# 交易性格的塑造

我一直说，我愿意带刚刚毕业的学生，愿意带“一张白纸”。为什么？因为“一张白纸”没有坏毛病，只要认可我的方法，我让他做什么，他就做什么，他是很容易成型的。但是很多熟手，自认为有很多经验，其实这些经验都是坏毛病，很难改，在交易性格塑造的过程中，这些人会很痛苦。

有些人在生活中也是爱幻想的文艺青年，但是坐在电脑前，交易软件开着，幻想就没有了。为什么？这是长期训练的结果。这种训练一开始会让人觉得很痛苦，如果不是一张白纸，会更痛苦，因为要把坏毛病都改了。如果你是一张白纸，这个过程就简单一点，经历的痛苦就少一点。

交易性格塑造是一个非常困难的过程，但是在交易的过程中，又是必需的。你必须要去做这一步，如果你不去塑造自己的交易性格，不让自己的交易性格跟你的交易习惯、方法相匹配的话，就永远成功不了。这是成功的前提之一。

---

[1]　日内T是一种操作方法的简称，就是当天买入的股票在当天卖出。——编者注

# 第四章
# 如何才能不再亏损

## 第一节 面对亏损

### 一、损失的种类

损失大体上有两大类：资本利得的损失和机会丧失导致的损失。

**1.** 资本利得的损失

比如，10元钱买的股票，跌到8元，我把它卖了，那么我就亏了2元钱。这就是资本利得的损失。

**2.** 机会丧失导致的损失

比如，甲和乙两个人都买了同一只股票。股票涨到20元的时候，甲卖了，乙没卖；等股票跌到15元，甲以15元又把它买了回来，然后股票又弹到20元。在这一过程中，乙丧失了股价波动带来的机会。因为机会丧失而导致的损失，大部分都是死捂造成的。

死捂往往是因为很多人觉得机会太少，抓住一次恨不得干到死，觉得机会不能错过："哎呀，我卖了，明天就涨停了。"所以一等再等，哪怕错了，也不愿意认错。我劝大家不要这么想。这种机会的丧失，在做短线交易的时候尤其显著。所以，我们做短线，买了之后发现没效果或者效果差，转身就卖了，不会在单只股票上耗费太长的时间。

**3.** 没捡到钱算不算丢

机会产生的亏损，有人叫"机会成本"。那么，它到底是成本还是损失？我的做法是：从来不把这种机会成本当作自己的损失。大家可以想一想，没捡到钱能不能算丢？一定不能算丢，因为毕竟没有实亏。在这个市场上，只要你还没有实亏，就还没有出局。

### 二、亏损的原因

我按照短线、中线和长线对亏损产生的原因进行了划分。下面，我们分别来看。

（一）短线亏损的原因

**1.** 交易的随意性

短线亏损的原因，排在第一位的，是我们出手的次数太多，交易的随意性太强。对此，我深有体会。我在2002—2003年这两年做的量非常大，当时我统计的成功率是40%多，其中我做的随意性很强的交易，通常都是赔钱的。这是短线产生亏损最重要的原因。

**2.** 成功率的“极限容忍度”

我们对于交易的成功率是有容忍度的。比如：成功率达到了80%，我们的心情可能特别好；而成功率为50%时，我们就没那么开心；当成功率为40%时，因为错的时候比对的时候多，我们很容易进入一种特别焦灼的状态，从而导致技术水平失控，马上还可能会亏损一笔大的。

**3.** 大仓位

由此，衍生出来短线交易的仓位问题。对此，我的主张是：如果你是一个纯短线的爱好者，那么你在短线交易的时候就应该满仓做。为什么？第一，因为是短线交易，所以每次的亏损幅度都很小，是限定死的；第二，相应来说，你的盈利幅度也不会太大。因此，如果不满仓做的话，意义不大。至于杠杆类的交易，比如期货交易，如果做短线，更应该把杠杆用足。

**4.** 满仓需谨慎

因为是满仓操作，所以需要相当谨慎。我自己的经验是：当满仓去做一件事情的时候，我们总是比较谨慎的。反而是不满仓操作时，比如你有100万元，先投入了30万元，你可能就没那么谨慎了。因为你想着自己是每股10元买的，如果股价跌到8元，就再补30万元；如果股价跌到5元，就把最后的40万元都投进来。可最后，股价跌到了2元，你受不了，砍了。反而是准备满仓做的时候，你会找一个特别好的价位，才敢往死里干。不然的话进去先亏20万元，你下次一定老实。

**5.** 频繁交易

在短线交易里，频繁交易的后果是：一方面会导致成功率大幅度下降，另一方面也会让交易成本激增。最关键的是，这样操作对于修复交易心理特别不利。每个人都是有承受极限的，我自己的承受极限是三次。连着错三次，我可能就不太会去下手第四次了，肯定要休息一下。

（二）中线亏损的原因

我所说的中线就是波段操作。在板块轮动、慢牛市，或者一些宽幅震荡的行情里，我们做波段的概率会比较大。一般会选一只自己熟悉的股票长期做，或者中长期做。

**1.** 波段区间

波段操作的前提是：贵的时候卖，便宜的时候买。但是这种格局，是会被打破的。它被打破的标志是：原来的低点或者高点被打穿。高点被打穿，意味着加速，至少是一个区间扩大；低点被打穿，有可能是一个破位，这个时候应该离场。在波段操作里，大部分时候并不是"我卖了，把它给卖飞了"，因为那代表后面行情上涨时没捡着钱。多数情况都是打漏了低点，没有平。出现这种情况，一般是由于一些人长期做某只股票，自认为对它很熟悉，缺乏警惕性。面对这种情况，只能用严格的交易纪律来规避。

比如事先把波段的顶和底等各种结构关系画清楚。比如：高点在变高，低点也在变高，这是一个上升通道；高点在变低，低点在变高，这是一个夹板通道；高点在变低，低点也在变低，这是一个缓慢的下降通道。要把每一种通道类型的操作和进场点、出场点事先规划好。只要事先把交易纪律制定好，介入和退出都不会有太大的问题。

**2.** 波动率

虽然事先做好了规划，但在实际操作中，我们还可能遇到情况突变，这时最简单的判断依据就是波动率。大家记住我的结论：市场中长期高波动率的个股，是不可能跑赢指数的。也就是说，在高波动率的个股上做中线的波段操作，在大势上是跑不过市场的。我们应该关注波动率从低向高的个股，这些个股才具有强的可操作性。我认为：波动率是相当精准的判断依据之一。比如，一只强势个股，如果它的波动率变低，那你一定要提防它阴跌。因为波动率变低，意味着这只个股里的资金不活跃，而资金不活跃，会导致这只股票在原有的趋势上产生转势，如果它之前是强势的，立刻就会转为弱势。与之相应的是，如果一个长期低波动率的个股突然间上下乱蹿，那么这是变盘的前兆。尤其是长期慢牛的股票，基本上每天都有

1%的涨幅，突然高位加速，然后一根大阳线接着一根大阴线，这是非常明显的信号。

**3.** 振幅

大家可以把波动率指标加到自己的观察要素表里。波动率以振幅来计算，我们可以用贝塔系数来描述。举个例子，大盘每天的上涨下跌区间是1%，如果有只股票，它的上涨下跌区间是5%，那么我们就认为它的贝塔系数是5。一只股票的贝塔系数越大，说明它的波动率越高。相应的，在选板块、选股票时，如果你要在短线和中线上有操作性，一定要选波动率高的股票。但是在长线上，你一定要选波动率低的股票。

（三）长线亏损的原因

长线亏损最主要的原因，不是你选的股票不好，而是你买得太贵。这句话希望大家好好地体会。能让人们愿意做长线的个股，一定是潜力非常好的。比如中国石油上市的时候，发行价是16.8元，第一天开出来是48元。你说这家公司好不好？当年上市的时候它是亚洲最赚钱的公司，非常好的一家公司。但是呢，它的股价太贵了。

我问过身边很多做长线的人，大家都认为做长线的核心还是价位，即买的位置是好还是不好。很多人觉得：我一定要选那种价值成长类的股票，或者说做价值投资我是不怕的。你可以不怕，但是前提条件是你不能买得太贵。长线亏损最主要的原因是：太乐观了，买得太贵了。

跟大家分享一个心得，这是中级课程要讲的，我这里先提一句。长线选股，我们选什么？我们一定要学会选有争议的个股。什么叫有争议的个股，就是有人说它好，也有人说它不好的股票。说它好的人有很多，说它不好的人也有很多。道理很简单：众口一词说好，那它肯定贵了。2007年的中国石油，大家都说它好，那它一定贵了，定价定到48元。众口一词说不好，肯定有它不好的道理，里边说不定就是陷阱。所以，我们要学会去选争议比较大的个股。所有长线金股，它们的特点都是：在启动阶段，伴随着巨大的争议；然后一路涨，一路争议，一路涨；到最后大家不争了，一起看好，到顶。

## 三、导致亏损的原因

导致亏损的原因，其中有一些是技术问题，有一些是交易理念问题，还有一些是交易思路问题。比如：怎么去认识中线的顶底，做短线的技术方法是什么，是做背离的还是做布林线的。再比如：有人做长线，正常情况下

应该关注整个行业的情况、公司的情况以及成长的情况，但是他们却在思考要公布的业绩报告是不是超预期，或者做短线的关注公司董事长换人，这些人都走偏了。

比如2015年上半年快牛时：水平高的应该去做短线，闭着眼睛买一个集合竞价，打一个强势股，一会儿就涨停；水平差的就捂着，死捂。然而在熊市里，就不能做长线，做长线很受伤，应该做短线，顶多做波段。而且就算是做波段，也是盯着一个做，一旦发现波段不行了，立刻放弃。这是交易思路的问题。

我的切身体会是，在牛市做短线对操作要求非常高。2006年，我基本上没怎么挣钱，因为我以前练的是做短线，所以2006年放跑无数牛股。所以，在牛市中，你如果能选中一只好股，一直捂着不动，大概率能超过90%的人。但是那些获得非常高收益的人，比如2015年上半年有人做到6~8倍的收益率，那一定是做短线的，只有这些人才能够一直追着热点跑。

## 四、交易理念三贴合

我的交易理念主要是三贴合：交易哲学和人生观贴合，人生观和对世界的认知贴合，对世界的认知和交易技巧贴合。这就是所谓的“道”和“术”要统一。

什么是交易哲学？你认为这个市场是什么样的，市场的本质是什么，你是怎么理解这个市场的，你对这些问题的认知就是你的交易哲学。

对于我来讲，我认为市场是错的。在观察世界的时候，我对世界的认知就是：这个世界其实大多数时候是无序地、没有规律地在波动着，可能一个偶然的事件就会导致整个事实偏离原来的轨道比较远。既然我有这样的交易哲学和世界观，那么我的交易技巧一定是去找拐点的。所有的交易技巧都应该以这个为主，这是核心。

那么，如果你认为市场永远是对的，你就应该是一个趋势爱好者，就应该顺着趋势的路子去找你的交易技巧。至于你的交易哲学是对还是错无关紧要。为什么这么说呢？因为市场本身太大了，只要让自己的交易哲学符合市场的一部分就行了，你只需要挣这一部分的钱。不可能说我今天认为市场是错的，所以我要做顶底，明天我认为市场是对的，出趋势的时候我再去追趋势。我们不能这样操作，这样会做成精神病。

所以，交易理念必须是正路子，一定要三贴合，同时我们自己的心态也要开放。不要觉得别人跟我的认知不一致人家就是笨蛋，不要这么想。在这一行，能稳定赢利就行。稳定赢利的办法就是：在做对的时候多挣钱，做

错的时候少赔钱。

有一次看新闻，上海电视台在马路上采访一位女士，问她现在还看不看股票。“不看了呀，我都已经赔这么多了，都打三折了，所以我彻底不做了。本来想挣个小钱，结果现在只能给女儿留嫁妆了。”这就是交易理念完全错误。她本来要干什么，最后干了什么，交易理念没有正过来，她不可能赚钱。

# 第二节 停止亏损

## 一、亏损和停损

### 1. 亏损是交易的一部分

亏损是交易的一部分，这句话，值得大家反复体会，不体会到是不过关的。既然交易会错，那在制定所有的交易技巧、方案时，都要把自己会错这种可能性考虑进去。你不能说：我压根儿没想过，我不可能错。

我认识一个朋友，他就说他从来不会割肉。有可能他之前这么多年从来没有亏损出局的情况。但是如果有一次他错了，也不准备认亏出局，会是什么后果？2007年，云南铜业股价最高98元；2014年，其股价最低跌到6.78元。这样的个股跌了30%时，你有勇气斩；跌60%，你还斩得下去吗？反正我是斩不下去了。很多人过来问我：“我15元买的股票，现在8元，应该怎么办？”我真不知道该怎么办。换作是我，不到12元可能就已经抛了。但是他已经拿到8元了，我让他现在卖，他可能卖吗？他找我问就是求个安慰，希望我说这只股票的好话，然后他可以踏实地从8元拿到2元。我也知道他是这个心理，就跟他说得比较直白：我让你卖，你卖吗？

### 2. 以防万一的观念

我们所有的停损操作，都是基于一个保险性的观念：以防万一。这种感受在股票市场体现得不明显，因为股票市场进行的不是杠杆交易，如果你做了融资融券的话，肯定会理解“以防万一”这句话。为什么这一轮行情有很多人赔了很多钱，最后连本金都亏光了？就是因为他们没有这种底线思维。有些杠杆很大的品种，像标准普尔指数，如果是6%的保证金，跌100点，那你就快亏光了。所以，一定要给自己一个安全阀。

## 二、规划止损

明确了止损的必要性，接下来的问题就是怎么去规划止损。以下这三条，希望大家每次去做交易计划的时候，都考虑到。

**1.** 明确的止损依据

你为什么要止损，止损的标准是什么，必须要明确。我们小时候都学过：红灯停，绿灯行，看见红灯就要停。什么时候你要砍仓，这个必须要明确，不能含糊。比如，你觉得自己不舒服的时候就砍，那你什么时候不舒服，是前一天晚上头疼脑热不舒服，还是跟媳妇打了一架不舒服？这里的度到底在哪里，必须要明确。

止损依据是一个核心的问题，应该是保持开平仓的一致性：你因为什么去买的，就应该因为什么去卖。这跟盈亏同源是一个原理。比如，我看某只股票的图好看，就买了，那么当破了均线，图不好看的时候，就应该把它卖了。绝对不能我看某只股票的图好看，买了，当它图不好看的时候，一看它报表挺好的，前后不一，止损依据就不对了。你买的逻辑没有了，这样是不对的，前后逻辑一定要一致。这就是开平仓的一致性。

**2.** 简单的止损处理

止损处理一定要简单，不要很复杂。我上次看到一个朋友制订的止损规划，是用另外一对套利头寸去覆盖股票现货持仓的下跌。技巧很高，但是太复杂了，不够简单。复杂的规划你处理起来，可能会有意外。本来股票下跌，你只要去考虑股票的流动性就可以了，结果你做了一个套利对子，又要去担心那个套利对子会不会出问题。所以，止损一定要简单。

**3.** 及时平复自己

止损以后平复要快，要及时地安抚自己。你可以跑到群里求安慰。没关系，给你发个两分钱的红包，只要高兴一下，有利于自己平复。

简单概括，规划止损就是：事前规划，事中执行，事后恢复。我们做止损规划一定要把这三条都考虑到。

## 三、短线止损的技巧

**1.** 建仓区间概念

首先，我们得明白建仓区间的概念。什么意思？我要买一只股票，假如这

只股票现在的价格是10元，那么通常情况下，我认为在9.8～10.2元这个区间都是建仓区间。在这个区间内，我们可以把止损设到9.8元以下，跌破9.8元我再止损。建仓区间概念对大资金来说可能更关键，当然大资金也会有一个砍仓区间，股价到警戒位置，必须往下杀。在建仓区间里，我们既不谈止盈，又不谈止损。

**2.** 止损的位置

止损的位置在哪儿，这是最关键的问题。为什么关键？因为它决定了你的执行，到哪个位置你要退出。

**3.** 止损的设定

止损位置的设定，在短线上有三个标准：

第一个标准是技术图形上的支撑位，这是一个具体价位。因为做短线，大家都是在做情绪、做波动的。股价波动的原因是资金的进出，而资金进出的原因是情绪问题。既然短线是在做情绪，那么相应来说，技术图形看起来也就更加简单一点。因为很多人的情绪在技术图形上都是有共振的，所以具体的价位可以很简单地在技术图形的支撑位或者阻力位上明确地设定。这看上去像算命，但实际上给了你一个最重要的执行依据。先不管设定得科不科学，只要设定就比没设定强得多。

第二个标准是突发事件和新闻，我把这叫作事件止损。什么意思？你是做短线的，买进去8天了没反应，是不是该走？或者突然听说这家公司的董事长被抓了（当然，牛市的时候经常出现董事长被抓是重大利好的情况，可能是因为这意味着公司马上就要进行重组了），或其他一些新闻，遇到这种情况时，第一时间毫不犹豫地出来再说。

大家一定要有交易员的思维，而不是分析师的思维。你走在马路上，啪一道闪电，把你前面的人劈成灰了。看到这种情况，交易员的反应是赶紧跑，而分析师的反应是原地站着不动，思考为什么闪电劈在这儿，那个人是不是有问题，下一道闪电会劈在哪儿，下一道闪电劈在旁边的概率是多少，劈到自己身上的概率有没有，自己应该撑着伞去应付闪电还是应该往旁边跑……还没想完，啪，又一道闪电下来了。我们在第一时间发现不对，一定先溜，走为上。

第三个标准是某个看着很不爽的人，这是一个超级反向指标。因为有很多人的反射弧比较长，市场都狂欢完了，他最后一个跳起来。他只要一跳起来，那行情真差不多了，但是你不能跟他说，你说了，他的心情会很不愉

快。我们有个研究员，就是这种风格。反正他一激动基本上这波行情就到头了：恐惧到头了，兴高采烈也到头了。这个秘密千万不要让这个人知道，让他知道就不灵了。

## 四、中线和长线止损的技巧

**1.** 震荡区间被打破

举个例子，有一只股票在漫长的震荡行情中，顶底在12元到9元之间来回磨。突然有一天，12元这个顶部被突破了，你第一时间应该先把你的多头仓位守住，如果你在12元往下抛了点，先把抛的那些捡回来。为什么？因为也许突破是对的。区间一旦被打破，你一定要很小心。比如一根中阴线把你的支撑位、重要的均线支撑位全部打漏，然后MACD指标迅速扩大，绿柱马上放大，震荡区间明显被打破了，一定不能再去做顶底操作。

大家可以看一下标准普尔指数，在2015年4月以来形成的顶部，就是一个非常明显的顶部。它的高位大概就在2 100点，最高不会高过2 200点，但低也不会低于2 050点，一直在两百点的区间来回震荡，一旦突然漏到1 900点以下，这就是背离，整个震荡区间完全被打破了。这时候，你低位的空单也许就要少平，因为平了之后，可能好价位你拿不回来。反之，震荡区间被打破了，我们反方向的单子是一定要走的。

**2.** 背离的形成被扭转

高位顶背离，低位底背离，如果一个顶背离之后没多久，同时间周期又形成了一个冲破前一次顶背离的指标，那就说明这个背离已经被扭转了，原来的顶背离已经不再是顶背离了。比如MACD出新高了，这时，我们在操作上就不能再用波段的眼光去看待了。这时如果用波段去做的话，你的止损一定要设得很小。可能随时一个爆拉，直接就把你拉出去了，也许趋势就要来了。实际上，很多人在做趋势的时候，也在关注震荡区间，为什么？因为在等震荡区间的打破，也就是在等趋势。

**3.** 周期的共振

周期的共振是一项非常深刻的内容，在第七章我会详细地介绍。但是，我希望大家能够有一个印象，在波段操作中，也是有周期的。如果是在日K线级别做波段的话，正常情况下，你要关注的是比日K线高一个周期的周K线和比日K线低一个周期的小时线。通常，我们应该等小时线和周K线的方向一致，但是刚好和日K线方向相反的时候，去做买入或者卖出。大家可

以先记住这个结论。

什么叫顺大势，逆小势？我们把周期划分成大、中、小三段。在大周期和小周期上，我们方向要一致，而在中周期上，也就是我们正常观察的这个周期上刚好是逆着的。比如说我要做买入，那么首先，周K线要是上升趋势，小时线也开始上升趋势，并且日K线刚好调整到位，从一个下降趋势中均线走平，这个就是典型的顺大周期小周期的势，逆你目前操作的中周期的势。这就是顺大势、逆小势的交易。首先，你的短周期切入点很敏感，另外，长周期是往上的。相应的，如果我们看到周K线趋势都走坏，然后小时线再次走坏，这基本上就是一次加速突破的形成。这种交易会让大家的切入点非常好，无论是做中线还是做长线，买入就赢利，对增加你持仓的信心有帮助。

**4.** 买卖逻辑要一致

在波段操作和长线交易中，最容易犯的错误是，买卖逻辑不一致。有朋友问：买卖逻辑不一致怎么改？你说怎么改，连最基本的你都做不到，就别做了，不然的话肯定会吃大苦头。包括听消息都是一样的，千万不要做的事是：最后连跟你说消息的人都卖了，你还不卖，还跟他说“你别卖，我研究过了，你的消息不对，消息里边可能漏了一二三四五”，还跟福尔摩斯一样。

## 五、浮动止盈的技巧

**1.** 用利润去冒险

浮动止盈和止损其实是一回事儿。我们没挣钱，那是止损，有盈利了之后，浮动止盈就要跟上。这里的核心思想就是一句话：挣的钱，落袋为安，一定要先揣一部分到兜里，这等于是我在用盈利去赌未来。10元买的股票涨到15元了，好，我想得很清楚，跌到13元我就卖，最起码这5元利润，我留住了60%；股票从15元又涨到了20元，那我就有10元的盈利了，回吐40%就是4元，我也觉得有点多，那就只吐20%。这实际上是一种最朴素的思维，要尽量把本金保住，可以用利润去适当冒险，甚至可以用利润去进行特别大的冒险。

**2.** 利润回吐之后强制平仓

在利润回吐一部分之后，要强制性地平仓。这实际上就是我们常说的止住亏损，让利润奔跑。大家可以仔细地观察一下自己持有的赚钱的股票，看

一看这些股票，最大的调整幅度能有多少。你可以给自己设一个止盈比例，这一比例是因人而异的。我的一位朋友经常说：我准备拿到收盘，利润吐光。他只要说这话，必然吐光，这就很邪门了。

**3.** 为什么不愿意止盈

怕的是本来你只打算吐20%的利润，可吐了20%之后，你又觉得我可以再吐20%跟它赌一赌，这就完了。开平仓不一致，制订的计划不执行。浮动止盈最根本的一点就在于，我们一定要意识到机会是很多的。可很多人不愿意止盈，为什么？因为他们觉得自己手上的就是最大的机会，不愿意走。

我的朋友，买了南车北车后跟我说，一定要参与合并。我跟他说这玩意儿已经涨10倍了，已经完全透支了将来的成长性。他纠结：要是不去参与一下合并，我这辈子就白活了。后来，他在股价为40元的时候没走，但在股价为32元时走了。还不错，他走了，有人在股价从40元跌到32元的时候没走，这辈子都不走了，股价最后跌到13元，大梦一场。这种情况太多了。所以大家一定要意识到，机会无处不在，千万不要在意某一只股票。

没有任何一个牛市是不能错过的。我从业十几年，经历过的超过100%上涨和超过50%下跌的行情，已经三个来回都不止。你想想看，如果职业投机，我们至少要做40年，你说哪一次不能错过呢？

以前有一句很流行的话：人生就是打孔机，一辈子只有七次打孔的机会。如果你天天在想，七次，好像很少一样。可换个角度想，七次啊，除了少部分人以外，大家这辈子能谈几个女朋友？你要这么想，其实就想得很清楚了。机会很多，没必要每次都拼，更没有必要在不值得拼的东西上去拼。比如最简单的，一只股票如果长线已经涨了10倍，你还去跟它拼，觉得它能涨20倍。那有没有这种可能性？也许有，但概率太低了。而且长线股有一个显著特点，那就是：上一轮牛市最牛的股票，在紧接着的三到五年，一点机会都没有。涨，涨不起来；跌，一路都是阴跌。你就应该忘了它。尤其是在牛市早期，面对已经完成10倍涨幅的股票，你赶紧跑，往后跟它没关系。它已经完全透支了将来的成长性了。

**4.** 给自己设个安全阀

关于浮动止盈，我自己的体会是：在执行层面很容易界定，做之前具体价位基本上就已经定好了，困难在于执行。我认为浮动止盈更像是一个让人保持警惕的安全阀，大家总有被胜利冲昏头脑的时候，有了这个安全阀，就会少犯这种冲动的错误。另外，通过浮动止盈，我们会在风险聚集的时

候，把仓位逐渐降下来，而不是在风险不断聚集的过程中去上仓位。

在2015年前后的这次行情中，为什么很多散户亏得比较多？那是因为在牛市的早期，他们买得不够多。2015年春节前后，我们遇到炒股的人很容易就聊到股市，大家会聊我挣了多少，你又挣了多少。过完春节之后，大家基本上都有钱了，年终奖发了，压岁钱收了，学费也拿回来了，使劲买股票。结果，低位买的人少，高位买的人很多，低位筹码太少，高位筹码太多，这样就把成本摊高了。遇上下杀，这些人直接就被“杀死”了。

### 六、养单子的技巧

这其实涉及养单子的问题。对于这一点，我这里先简单说几句，第八章会详细讲解。养单子有一个前提就是底单一定要厚，在底下的时候仓位一定要重，反而涨着涨着，仓位要轻了。

那么，应该怎么养单子呢？起始阶段一定要厚，你的止损点一定不能大；在趋势出来的时候，过了某一个位置只能减仓不能加仓；然后再过某一个位置，如果是杠杆交易的话，几根大阳线一冲，多单可能就要了结，或者几根大阴线一跌，空单也要了结了。因为这种突然的加速，在杠杆交易中基本上都是一边被打死了。当一边被打死了，如果另外一边还不去兑现利润的话，你马上也会被洗掉，所以加速的时候一定要走。商品这种亏太多了，一些人在大加速的时候不走，总想着跌停板，下边还有三五个跌停被交易所强平。其实，第二天利润就被全部打光，你要是敢加仓，直接连你的本金都打掉。但如果是个股，在加速的时候，可能会再等一等，但是在大波动、大交易量的时候也应该撤掉。

这是浮动止盈给我们带来的福利。我摸索到现在，见谁就跟谁说，一定要学会浮动止盈。浮动止盈，会让我们的持仓心态和交易心理都比较舒服。

## 第三节 止损之后

在止损之后，我们应该让自己尝试着做到以下几点：

### 一、错三笔停一停

止损之后的心理恢复是非常关键的。我连着错三笔，一定会站起来，甚至把电脑关了。因为这时候情绪很容易失控。错三笔的时候，一定要让自己停一停。最怕的是错了三笔之后，去放大赌第四笔，这是一种非常差的选择，基本上就是灾难的开始。

在这个市场中，很多人把挣到的钱全部亏回去，甚至把本金亏光，都是因为孤注一掷。我一直跟大家说，投机市场是一个特别反人性的地方，人所有性格上的缺陷都会在这儿被完全地放大。如果你有这种心态的话，一定要去克服它，否则会很危险。如果你做不到这一点，就不要在这个市场上做。

## 二、站起来深呼吸一下

停一停，不是去责骂自己，埋怨自己，而是先让自己暂时冷静一下。做单子的时候站起来深呼吸一下，你会立刻平静很多。如果再做到错三笔停一停，我相信你在交易上就会少犯一些很低级、很冲动的错误。我也犯过这种错误。我给大家讲的这些都是我吃过亏的，是用真金白银换回来的教训。

## 三、不顺手的时候减仓

我还有一个经验：当错了的时候，减量操作。比如你原来都是买100万元的，如果这一笔100万元买错了，那下一笔就买80万元，或者买90万元都行，虽然只减了一点，但你的心态会放松很多。

## 四、拿不准的时候就出来

在第三章我跟大家讲过，不确定在这个头寸该不该拿的时候该怎么办。先出来。出来了之后，看你还要不要再做回去，如果你想再做回去，那就再做回去，无非就是亏点手续费。虽然错一两角的价位，但是你不纠结了。这样操作在多数时候都会救我一命。包括以前的PTA、早期的焦炭，都是这样。

## 五、心态调节

做交易一定要想得开，从最源头就应该知道，我们的交易是允许亏的。所以，亏了就亏了，不要想太多。另外，对于交易上出的问题，不要把它量化成具体的数字。我印象特别深的是，上大学的时候刚炒股，我买的第一只股票挣了点钱，当时我就在脑子里把它换算成两个半月的包子钱都有了，后来，我又差点把一年的住宿费亏掉。这个时候，心态调节很关键。

## 六、远离负能量

止损最重要的一件事情是：远离负能量。有很多人浑身都是负能量的，离

他远点。女孩子找男朋友的话，尽量不要找交易员，因为他做单子已经很郁闷了，回去以后再碰到一个跟他作的，当他觉得跟你在一起，你负能量较多的时候，他就把你止损了。

## 本章小结

# 用对生活的热爱来对冲负面情绪

对于停损之后的心理恢复，每个人的习惯不同。我的习惯是，这种恢复都是自我完成的。有些人喜欢唠叨出来，有些人喜欢去发泄，比如去唱歌什么的，这其实都是一种心理恢复。你只要自己会调节就行。

如果家里边有一个做股票的，我希望大家能够推己及人。我做股票，亏钱了，回家最怕什么，或者最烦什么？2004年，我把当时仅有的积蓄投在股市。有一天晚上我在刷碗，我媳妇问我：咱们股票怎么样了？我头都不敢抬，当时是亏了将近40%，只说“还行吧，也就那么回事吧”。为什么头都不敢抬？怕啊，特别怕。那么相应，如果你家里有个做股票的，暴跌那几天，你一回家就跟他说：“哟，今天泡方便面吗？”他砍死你的心都有。所以，你希望别人怎么对待你，你也去怎么对别人。但是你自己不能装鸵鸟，绝对不能别人不问，你自己也不问。

关于止损之后的心理恢复，我是最有研究的。我们现在在交易室里，每天是互相黑。为什么互相黑？锻炼大家的抗干扰能力。有些人做个交易，拉着窗帘关着灯，这是不可能做得好的，他太容易受外界干扰。我们现在是大家互相在那儿逗着玩，互相开玩笑。如果在这样的环境里，你仍然能把交易做好，那就没问题了，去哪儿做都没问题，都是响当当拿得出手的。

# 中级课程



# 第五章
# 如何正确参与市场

## 第一节 市场参与者

国内市场的特点和生态，我想从几个方面来讲，首先讲参与者的分类。国内市场的参与者基本上可以分为五大类：公募、私募、游资、散户和产业资本。

### 一、公募

#### 1. 公募发展的起点

国内公募的发展是从1998年开始的。2000年发表的《基金黑幕》一文，把公募的盖子揭开了。在市场早期，我们的公募主要以封闭式基金为主，直到现在，仍然有一些封闭式基金。2002年11月8日，第一只开放式指数型基金华安上证180指数增强型基金成立。这是一个标志性事件，从这个时点开始，国内证券市场的公募就转向了以开放式基金为主。

公募基金，在海外又叫共同基金，其实就是供一些散户购买的。因为海外市场去散户化的程度比较深，所以散户很少。那么，散户怎么参与这个市场呢？对于资金量比较多的散户，就参与私募，也就是所谓的对冲基金；对于资金量比较少，或是仅有一点资产来配置的散户，那就认购一些公募基金，就是所谓的共同基金。

#### 2. 公募大发展

公募占国内市场整体交易的比重非常大，这得益于尚福林。尚福林在任期内，提出了“双向扩容”的理念，一边扩充上市公司的上市资源，一边大力地发行基金。所以，我们的公募基金发展历程虽然短，但是规模非常大，是市场难以忽视的一股力量。这股力量，我们将其称为所谓“正规军”里的一部分。

券商的自营，因为现在所占的规模很小，所以我没有将其包括在内，但可以把券商归到这一类，因为它的运作模式和公募的运作模式及风控模式非

常类似。

**3.** 公募的弱点

公募基金天生有一些弱点，这些弱点其实会被利用，或者说是会被市场传染的。一旦公募基金的行为趋同，或者说是交易风格趋于一致，立刻就会产生一些比较大的问题。

## 二、私募

**1.** 私募发展的起点

过去，私募属于灰色地带，比如会涉嫌非法集资。2002年，银监会发布《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，允许成立集合类的信托来参与证券市场，这是市场迈向私募的第一步。既然是信托计划，那么相应地，它就属于一种阳光化的产品，所以这是私募发展的起点。

**2.** 私募大发展

私募发展真正的高峰期是在2009年以后。在2007—2008年这波大行情中，很多私募的规模都还比较小，还是一个小众市场。但是2009年之后，各类结构化的产品，通过信托的方式，涌入市场。最多的时候，中融信托的100多个信托账户全部用完了。当时，结构化信托产品的最小单位基本上都是6 000万元，入市节奏非常快。

但是，第一轮私募基金入市并不顺利。从2010年3月开始，出现了一轮漫长的下跌。在这个过程中，很多私募惨遭淘汰，尤其是结构化的产品。相应地，非常有实力的私募，一直坚持到了现在。当前国内阳光私募的发展非常迅速，真的让人刮目相看。私募发展这么快，我认为得益于以下几个事实。

第一，全民投资理念的加强。

以前我们中国人手上钱少，人均收入和人均可支配收入不高，所以私募行业或私人银行业发展缓慢。但是从2010年开始，经过了一轮牛市和一轮熊市，又经历了一轮牛市的反弹之后，老百姓对于投资已经有了非常大的需求，这促使私募发展起来。

第二，市场逐渐完整。

不像以前只是单向做多的市场，在2010年有了股指期货，全市场有了做空工具之后，私募和资产管理都有了较大发展。为什么呢？因为有了对冲工具，就可以去追求绝对收益，而不再是追求相对收益。没有做空工具时，我们的比较基准就是上证指数或市场综合指数，如果市场涨了40%，而我们赚了25%，虽然绝对收益挺好，但实际跑输了市场。有了做空工具以后，哪怕在行情不好时，也可以通过做空期指买多现货的方式，做一些阿尔法的东西来实现绝对收益。

第三，交易模式多样化。

随着做空工具的出现，涌现出很多交易模式，市场发展迅猛。这些交易模式包括期货行业和股票日内交易、高频交易、量化交易、自动化交易、程序化交易，以及2013年之后兴起的融券T＋0等很多交易模式。

### 3. 私募的弱点

大家可以想一想，由于期指是被限制的，所以大多数私募的日子很难熬。很多私募沦落到和公募差不多的境地，其唯一优势在于它的仓位可以自己控制。有些公募，比如股票型基金，其仓位下限由60%提高到80%，这意味着这些公募基金其实在市场里面只能等着“挨枪子儿”了。

## 三、游资

### 1. 热钱

第三类市场参与者是游资，很多私募本身也是游资的代表。还有一些游资，因其资金量比较大，能够引导市场的行情。游资的特点就是热，永远是最烫的钱，去追最热的板块。

游资和私募的区别在于：私募是阳光化的，注册并接受监督；而游资可以是不阳光化的。比如，我们看到的阳光私募有可能是某信托第几期集合资产管理，但是游资可能就是张三，下面有张六、张八、张九等几个个人股东。

### 2. 涨停板敢死队

大家一定要明白：游资不坐长线庄，主要是以短平快为主的短线模式。游资从2002—2003年开始兴起，其中的代表人物是徐翔。这种模式最早出现在宁波解放南路银河证券营业部。其操作方法非常简单：打涨停板，俗称“涨停板敢死队”。当初“敢死队”做的股票，在形态上都有共同的特点，

我总结就是六个字：开阔地，大平原。

第一，开阔地。

这些股票的股价长期阴跌，距离市场平均套牢成本非常远。比如，市场上一轮换手的平均成本是20元，那么现在其股价可能只有五六元。这是从2001年开始的大熊市一路下跌造成的。

第二，大平原。

这些股票在底部盘了相当长时间，而且成交量没有放出来。这种形态意味着抛压很轻，一旦上涨，惯性会非常好。

这种形态的股票，我大概跟着做过一年多，基本上每天都要换股，当天涨到6%~7%的时候追板追进去，第二天高开就卖掉。运气好的话两天就能挣10%~15%；运气差的话砍1%~2%；运气特别差的时候砍5%，基本上第二天就走。采用这种方式在熊市的时候可以保护自己，在牛市的时候，可以点燃整个市场的做多情绪。

**3.** 游资的模式

在我的认知中，这种操作模式是非常犀利的，到现在我们仍然可以用这种模式赚钱。为什么？因为这种模式其实是在赚“T＋1”的钱。有一些交易制度，看上去像是在保护散户，但实际上对散户是非常不利的。

比如游资打涨停板，涨停板封住当天跟着游资追进去的资金是走不了的，所以不用管当天跟进来的这些资金的抛压，第二天只要能把情绪维持住，问题都不是很大。在熊市里可能做一天或者一天半的行情，在牛市里可能做5天、10天，像特力A，甚至可能做20天的行情。当做到一定程度时，后面的涨停板实际上已经是散户在往上推。

比如全聚德这只股票，2007年刚上市没多久，一连五六个涨停板。交易所开始查，认为这是严重的市场操纵，一定严查到底。后来过了两个星期，这件事情不了了之。我有个朋友是在交易所工作的，我就嘲笑他说：你们又这样，每次都雷声大雨点小，搞得大家对你们都没信心了。结果他说：等着吧，马上就出数据，到时候你们一看就知道为什么雷声大雨点小了。后来我才知道，这只股票的人均买入量还不足1 000股，股价基本上都是散户买上去的，尤其是后几个涨停板。这就反映出在游资点火之后，散户的惯性到底有多大。

**4.** 引爆热点

这种模式犀利在哪儿呢？其最关键的就是游资引爆市场的热点，利用资金推出一个赚钱效应，把热点扩散，然后引入散户进行追买，不断地换手，把行情推向极致。实力强的游资，打出来的行情时间长、惯性大，散户就愿意去追。散户越追，这种惯性就越好，大家就越认可。这是一个自强化的过程。所以我们看到，大家在不同时期追着不同股票跑。

## 四、散户

在市场参与者中，散户是最盲目的一个群体，也是最弱势的一个群体，因为他们什么工具也没有。

大家可能体会不深，在我认识的散户当中，有水平高的，也有很多水平低的，在我看来，他们在这个市场里面赢的概率几乎没有。但是他们很有热情，必须要做，不让做他们还闹；赔了钱闹，赚钱了也不走，最后把钱赔光。

散户最大的问题就在于盲目性，非常容易被从一边赶到另外一边。操纵市场最简单的办法就是：把散户从一边赶到另外一边，然后再把他们赶回来，在这赶来赶去的过程中利润就出来了。在赶过来赶回去的过程中，你会发现少了一批散户。这就是通常所说的割韭菜。

对于我们来讲，自己也是散户，虽然我们是个散户，但也要有散户的觉悟，争取做个有头脑、不被割的散户。

## 五、产业资本

### 1. 股改之前

在股改之前，产业资本对于中国资本市场的影响力接近于零。当时，同股同权不同价。比如法人股，二级市场交易价格是20元，但是重组的时候，协议转让价可能只有4元，甚至3元，只要比净资产高一点，符合国资委或其他主管部门的审批要求就可以了。所以，当时的产业资本在股票市场上，几乎没有任何增持冲动。偶尔也有个例外，比如我们经历过方正科技、延中实业（旧名）举牌一些三无的个股，争夺控股权。但实际上，通过资本市场做大做强，实现整个产业链收购的产业资本，几乎看不到。

### 2. 德隆系的倒掉

2003—2004年，出现了一个大的资本系的运作。德隆系的唐万里和唐万新兄弟，采取的就是产业资本整合的模式。他们先收购上市公司，通过信

托的方式大量持有这些上市公司的股票，控股以后，再通过产业运作和资本运作，把资产往上市公司里装，提升这些上市公司的盈利能力，整合产业链，最后达到高位减持的目的。

但是他们忘了一点，在这个过程中是卖不了的，最初阳光介入的那一部分股权，永远出手不了，只能出手流通股。但是，要出手流通股，就必须买流通股。这就导致了他们自己坐庄，自己包装，自己把上市公司养大，甚至把利润往上市公司里装，比如当时的合金股份（旧名）、湘火炬（该公司已被潍柴动力股份有限公司吸收合并，并终止上市）和新疆屯河（旧名），花了大量的资金从产业链上去整合，但是没有熬到非流通股可以转让，没有实现高位减持的目的，最终资金链断裂，几乎新疆所有的金融机构都被拉下了水。

事后很多人同情德隆系，觉得他们运气太差，只要再熬一年，大牛市就来了，他们就能渡过难关。但我们不能这么想，因为毕竟是民间资本，不存在这么大的力量。他们对银行资金的渴求和依赖，简直无法解决。也许就是因为他们倒了牛市才来。大部分做大做强，最后没有做好，离牛市差那么一点点倒掉的，其实不是运气，而是宿命，可能他们就是永远到不了那一步。

3. 全流通时代

从2005年股改开始到2006年年底，上市公司股权逐渐实现了全流通。尤其是现在，除了一些有限售条件的股票，几乎都已经流通了。在这样的环境下，产业资本大量地介入资本市场，已经成为一股非常强大的力量。我举个例子，在2014年市场行情极为低迷的时候，不知道大家有没有关注过中民投（中国民生投资股份有限公司），它当时大力介入这个市场进行收购；包括一些央企在二级市场，通过资产整合和五花八门的产业手段，也参与进来。

还有2013年国内市场最火的定增，大批定增的资本实际上也是产业资本，如果它觉得某项资产值得购买，就会买入。后来到了2014年，有些定增已经完成向另一种方向的转变，变成利益输送的工具，那是另外一回事。但是不管怎样，产业资本在这个市场的比重越来越大。

总体上，当产业资本大量涌入这个市场的时候，意味着这个市场被低估了；当产业资本毫不犹豫地甩卖的时候，意味着这个市场被高估了。产业资本的运作，会对整个市场的运行轨迹产生非常大的影响，可以说是资本市场的晴雨表。

大家可以想一下，国内市场产业资本最典型的代表是谁，应该是三个。我

认为这三个人代表的公司的动向非常值得关注。一个是王石代表的上市公司万科，一个是马明哲代表的上市公司中国平安。为什么这么说？万科历来的增发几乎都是高位，大家可以自己去看，但是万科的方式是比较有意思的，它不会把事情做绝，王石总会打一些提前量。

万科的管理团队，对于自己的价值是多少，非常清楚。平安判断整个市场的节奏也非常正确，凡是市场的高位，平安都明确地要减持，要高价增发，只是平安的时间绷得很紧。王石打了提前量，先把增发做掉了。平安抛了一个上千亿元的再融资，没有给市场留余地，就希望我直接把你圈走，结果把市场吓崩溃了。

资本市场还有一个超级厉害的人——马云。他在香港是高位上市，低位私有化走了。他去美股上市，大家可以回顾一下，一上市就是最高价。这就是产业资本在运作。

## 六、市场参与者定位

接下来，我们对这五大类参与者进行定位。

### 1. 公募

公募的定位就是大散户。它跟我们散户的行为几乎是一样的，追涨杀跌。为什么会这样？这不是因为公募基金经理的水平很差，而是跟公募的运营机制有关系。

### 2. 散户

散户的定位就是韭菜。我们现在要做的是成为一棵不被人割的韭菜，或者说假装是一棵韭菜。

### 3. 绝大多数的私募

绝大多数的私募其实也是偏韭菜的。大多数时候，这些私募在市场上的运作也很困难，也会受到许多限制。大家一定要明白：并不是私募做得那么差，而是在这个市场上，不可能是大多数资金都赚钱，一定是少数资金赚钱，多数资金赔钱。

### 4. 游资和犀利私募

游资和犀利私募几乎就是这个市场的收割机。有些年轻的基金经理，可以把年化收益率做到40%～50%，像泽熙（上海泽熙投资管理有限公司），几乎每年的年化收益率都可以达到100%，它们是非常厉害的收割机。一些游资做日内、择时和短线，那么相应地，它们赔钱的概率就比较低。如果它们在收割，那谁在亏钱？公募、散户，还有绝大多数的私募。

**5.** 产业资本

第一，配置。

产业资本不以在市场上做差价为目的，它的首要目标是控制产业链结构。产业资本考虑的是，这样收购会不会让上下游非常顺，是不是对公司将来的发展有帮助，是不是和自身在资本市场的布局有关系。

第二，择时。

这个价格已经到了我认可的最低位置，或者像美股那样，我有很多的存款没地方花，那干脆收购自己的股票，然后注销。2015年年初的时候，美股就有一轮这样的浪潮，甚至有一些公司通过银行贷款买自己的股票注销。这些公司为什么会这么做？一个深层次的原因是，这些公司可能觉得借银行的钱更便宜，与其派息，还不如直接收购。

有关市场参与者定位的内容，参见表5-1。

这是各类市场参与者的定位及特点。并不是我们想定位成这样，而是因为各自交易的原因，以及市场交易的方式、方法和局限性，导致了这样的定位。

**表5-1** 市场参与者定位表

| 市场参与者 | 定位 |
| --- | --- |
| 公募 | 大散户 |
| 散户 | 韭菜 |
| 绝大多数的私募 | 偏韭菜 |
| 游资和犀利私募 | 收割机 |
| 产业资本 | 配置和择时 |

# 第二节 市场生态

## 一、A股的操纵问题

**1.** 有没有操纵

讲到国内市场的特点，我们必然要搞懂A股市场一个最大的问题，那就是操纵的问题。对于A股市场是否有操纵，大家一直有争议：有人说操纵得非常精确，连收盘价都可以被操纵，想多少点就多少点；还有人说，不可能有操纵。我觉得两者都极端了。大盘能够被具体地操纵到某一个点吗？这是不可能的。因为任何一个点位，你都能找到无数解释，比如：“520”代表“我爱你”，那“525”就代表“我爱我”了？通过对数字的解读，就认为市场可以被任意操纵，想往哪儿走就往哪儿走，这个思路是不对的。

但没有操纵也是不可能的。市场操纵分两大类：一类是短期，另一类是长期。还有一种分法，也可以分为两类：一类是操纵个股，另一类是操纵大势。比如2014年到2015年上半年这次跨市场的大行情，为什么上面一直说要慢牛，因为希望通过资本市场稳定来解决一些现实中的问题。对于个股的操纵，长期的是庄，短期的是势。大家一定要记住这两点，不要搞反。

**2.** 短期的情绪操纵

有网友问：短线高手预测大盘的点位很精确，你怎么解释？这是技术测量的一种技巧，如果很多人在用道氏理论，那么这个市场对道氏理论就会有一种天然的反应，到均线位置，大家都开始做，都开始往里边卖。

比如，美股在2015年9月25日反弹那么多，我本来是想等它到碰均线的时候再买回来，但是后来看不行了，那我就直接追着买了。但是如果碰均线的话，我一定买。这其实就是盯着技术图形在做。所以，我们不能把这种情况认为是有谁在操纵。但是短期的情绪操纵是一定有的，比如游资突然扎进去，20秒就把股价拉涨5%，市场的其他资金蜂拥而入，这难道不是短期的情绪操纵吗？

**3.** 长期的整体操纵

那么，有长期的操纵吗？有啊，坐庄嘛。现在，二级市场还遗留着很多庄，至今无法完全杜绝。比如某个资本在某只股票里始终不出来，每年能做一两波行情。下面，我讲一讲市场中庄股的来龙去脉。

## 二、庄股的来龙去脉

（一）第一阶段

**1.** 无股不庄

20世纪90年代开始有股市的时候，上市公司非常少，市场上仅有8只股票，那么当时有没有庄？几乎没有，当时全是电话报单，没有庄存在的土壤。后来，交易电子化，随着交易方式的变化，庄股开始大量出现，到2000年的时候已经是无股不庄。

我最早入行的时候就是帮主力报单的，亲眼见证了主力怎么运作一只股票。短短一两年，在它们的运作下，股价从13元涨到18元，回到13元，涨到16元，又回到13元，又涨到18元，然后再次回到13元，它们把现金打进来，走的时候再带走这么多现金，还带走同等数量的股票。

在这个阶段，庄股表现得特别好，大家通过技术分析跟庄炒股。这其实就是两只羊的思维，两只羊互相商量：我们去那块草地上吃草吧。为什么？因为那里有狼。

**2.** 绝大多数庄股被消灭

从2001年开始的大熊市，消灭了绝大多数的庄。没有走的庄，也几乎都被闷死在里面。大家可以想象一下，股价为23元的股票，最后跌得只剩3元，股价为三四元的股票遍地都是，八九元的算高价股。股价从上面一路跌下来，里面有多少资金、多少庄都没用。

### 3. 庄股时代退潮的标志

庄股时代退潮，标志性的事件就是，最有坐庄能力的人在这个市场上坐庄失败。大家可以想一下，当时最有坐庄能力的人是谁？证券公司。最典型的两家公司我不点名了，但它们做的那两只股票，我可以跟大家讲：一只是哈药集团，一只是宁沪高速。

当时在哈药集团的大股东名单里，根本没这家证券公司，但是出了问题之后，大家发现它持股95%。一家证券公司持有一只股票的95%，多可怕。

宁沪高速也是同样的问题，只不过那家证券公司抓住机会逃了。它抓住了什么机会呢？2002年6月23日，国有股减持被国务院叫停；星期一，即当年的6月24日，大盘开盘后出现井喷，几乎以涨停开盘，个股就像疯了一样；10点半之前，几乎所有股票都涨停了。在我印象里，只有三只股票没涨停，宁沪高速当时就在卖。铺天盖地的卖单让宁沪高速始终只涨3%，为什么？它终于有机会跑了，那天全市场的量太大了。当时，全市场平均一天的成交量，两市加起来连50亿元都不到，但是那天，全市场成交了380多亿元，第二天成交了500多亿元。

为什么哈药坐庄失败？因为当天它在加仓。有朋友说：唉，它买那么多有什么意义？你以为它想买？它也不想买，但不买股价就往下跌，跌得让它受不了。那怎么办？它跟客户说：你也不会做股票，干脆把钱借给我，我来做股票，我用你的账户买，反正股票还在你名下，我每年给你一定的收益，咱们签协议。可这是一个三方监管的委托理财协议，是违法的。当这个协议的盖子被揭开的时候，相关部门一去清理整顿才发现：天啊，一家公司买了一家上市公司95%的流通股！这家公司破产了，标志着无股不庄的时代结束。

## （二）第二阶段

### 1. 抱团坐庄

市场经历了2005年的黑暗期、2006年的爆发期，2007年出现了另外一种百花齐放的模式。2007年，公募的力量已经很强大，开始有“抱团坐庄”的情况出现。什么叫抱团坐庄？你买点儿，我买点儿，大家都买点儿；你锁2 000万股，我锁2 000万股，这只股票的流通盘越来越少，很小的力量就能把价格弹起来。

一直到2009年，抱团坐庄都还有遗留，但是坐庄的主力已经变了，不再是所谓的长线庄或者传统意义上的“老庄”。为什么？因为证券市场开启了一

个新的制度：三方存管。

**2.** 二级清算制度

最初，我们所有股民买卖股票的钱，都是存在证券公司的大账户里，买卖股票必须通过券商进行，因为中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“结算公司”）只跟机构不跟个人进行清算交割。所以，再厉害的股民也得到证券公司去开户。证券公司把所有股民的钱存到自己的账户，去结算公司开立保证金账户，用保证金账户跟结算公司进行当天的资金清算和交收。换句话讲，券商不需要把股民所有的保证金都存到规定的结算公司账户，因为当天有买的有卖的，只要把轧差存到结算公司就可以了。

比如：我是一家券商，在我们这里开户的有1万个股民，这1万个股民今天有500亿元的买入，498亿元的卖出，那么结算公司的账户里只要有2亿元的备付金，就可以完成当天的清算和交收；当天跟清算公司做完清算和交收之后，我再去跟客户清算和交收。这就是“二级清算制度”。第一级清算是登记公司和券商清算，第二级清算是券商和客户进行清算。

全世界的券商都用这种运营模式，这种模式最大的问题就是存在券商私自挪用客户保证金的现象。国外到现在也存在这个问题。在国外，为什么大家不去找小券商，因为小券商可能把你的钱挪走，而大券商挪用客户资金的概率低。为什么国外一些投行也有自己的银行？因为如果没有银行做背景，把钱存在那儿，将来它跑了怎么办？这是我们最初的清算交割模式，直到现在也是这样，只不过我们国家对券商和客户之间的清算和交收，做了详细的规定。

**3.** 三方存管

为了杜绝券商挪用客户保证金，国内监管层想到了一个办法是：客户证券账户的保证金不再存券商处，而是存银行，券商不能再管理客户的保证金。客户在券商端开户，开立一个资金账户，悬挂自己的股东卡，形成一个标准的客户码；同时，还必须去银行开立第三方存款账户，虚拟生成一个证券保证金结算账户。

实行三方存管以后，券商每天做第二级清算的时候，要先用资金账户的资金余额和资金流水与在银行端生成的证券保证金监控账户进行一次对账，然后才是与客户的资金清算和交收。这样做的结果是：第一，券商再也无法挪用客户的证券保证金；第二，在现有情况下，在进行一级清算时，券商结算备付金账户的钱是自有的，跟客户的三方存款账户有一个时间差；第三，所有客户在开户的时候，必须用真实的银行卡和身份信息，不然三

方存管上线这一关过不了。

所以，当时光大证券出问题，很多人问：“这家证券公司买卖股票怎么不要钱？”它不是不要钱，而是证券公司的自营席位或者交易通道，它自己出来的这些委托单，确实是不检查保证金账户里边的钱到底够不够的，因为检查要浪费时间。光大证券厉害就厉害在这儿，虽然多买了几十亿元，但是在日中的时候它自己垫钱完成了清算。

**4.** 账户清理

我们回过头再来谈庄股，在任何一个客户都必须去开立银行三方存款账户的前提下，庄股就没有了生存模式。为什么这么说？因为之前庄股为了便于操纵，使自己不暴露在前十大股东名单上，肯定是分仓的。

分仓时，可以用多个身份证，甚至是多个假证实现。这种操作曾经离谱到什么程度？可以随便开一个账户，比如开一个叫“刘德华”的账户，因为深圳的账户可以多地托管，随便挂一个股东账户卡进去，就可以做交易。但是现在这种模式就不行了，必须开立银行账户做三方关联。所以，2006—2007年进行账户清理时，清理的几乎都是庄股。2008年3月，所有A股投资者的保证金必须上线三方存管。从那个时候起，庄股最基本的分仓模式已经不存在了。所以我们看到，第二阶段的抱团坐庄，几乎没有原来的老庄股。

（三）第三阶段

现在实际上正在经历第三阶段。遗留的一些庄，还有一些短线庄，在股东明细、年报、季报中才会披露。由于只做三天行情，它们不需要披露股东明细。包括一些闪电庄，日内做一下就完了。

（四）第四阶段

将来我们可能会经历第四阶段——产业庄。比如说德隆当年做不了的，现在实行市值管理化以后，全都是无缝减持，这时候可能就有一些产业资本要把整个生态链打通，包括一些所谓的生态庄。

比如腾讯。腾讯的经营思路就是：你干得好，我出来跟你对着干；干不过，我就把你买了。它如果在国内上市了，完全可以用这样的方式，定向增发把你收购了，这是另外一种玩法。包括产业庄，在海外其实都有。

（五）庄股产生和发展的分界线

大家可以思考一下：庄股产生乃至发展的关键是什么？第一，有方便交易和操纵的工具；第二，市场容量不大；第三，监管存在盲点。实际上，今后市场的发展方向和这个刚好是相反的，所以庄股以后一定不是主流。

为什么我从2012年就跟大家说：没有庄了！大家再去研究跟庄，已经没有意义了。市场上畅销的一些炒股书籍全是在教大家怎么跟庄，这些作者见过庄吗？所谓的短线庄、闪电庄，其实就是游资正在引爆整个市场，它们如何做势，如何去利用势，如何识别市场的情绪和波动？它们实际上是在做这些。庄只是表象，势才是关键。

## 三、庄股游戏规则

庄也好，势也好，都有完整的游戏规则。在这些规则里，我们要解决以下几个问题。

**1.** 定价是否有效

把股价打这么高，有人认吗？大部分庄“死”的原因都是出不来，而它出不来的根本原因就是它的定价无效，在顶上根本没有人愿意买。

**2.** 与全市场为敌还是引导市场情绪

曾经有一段时间，大家都在谈论嘉能可的问题，“有色金属跌这么多，是因为嘉能可不行了，嘉能可持有大量的锌、镍、铝、铜，现在嘉能可把别的头寸砍掉了，在保铜的仓位”。为什么会出现这种情况？因为嘉能可在过去的两年里是与全市场为敌，大家都在做空，而它在囤货。商品市场上这样的例子太多了，比如2008年的华联三鑫、2010年的沙钢，都是跟全市场为敌。这是一条不能错的路，只要错一次就死了。所以，这个市场最残酷的地方在于，你再痛苦也不会有人饶了你。

**3.** 把人群赶来赶去的办法

把人群赶来赶去，把散户从一边赶到另外一边，赶过去再赶回来，这个过程就是赚钱的过程。庄股就是这样，在股价最便宜的时候你们最好都卖给我，等你们卖完了，我一点一点吸引你们的眼球让你们来，高位的时候再全部倒给你们，把你们从一边赶到另外一边。

**4.** 系统性风险

系统性风险怎么去规避？这是最核心的问题。你很厉害，但是在大熊市时，你想子弹无限？那是不可能的。

所以，现在再去考虑庄股，其实就是这四个问题。包括我们做势，也是这四个问题。将来大家做大了，深度介入一只股票时，还是这四个问题。如果你的体量还不足以去影响市场，那么第二个问题和第三个问题不用考虑，但第一个问题和第四个问题一定要多考虑。

## 四、参与庄股的要诀

### 1. 短线资金流汇聚地

短线我们在做势，所以做短线更多是考虑势的形成。势，通常都是用资金推出来的，所以我们实际上是在考虑资金流汇聚的问题。一般资金流汇聚，会有以下几个特点。

第一，这只股票的波动会由小变大，从原来每天1%的涨跌，到每天3%~4%的涨跌，会有一个不断放大的过程。

第二，成交量会被推高，这是一定的。

第三，它应该刚好是话题讨论的中心，眼球效应很强，如果还有一些板块效应的话，会更好。比如，曾经的上海本地股，既有国企改革概念，又有迪士尼概念。所以，参与短线，就是在做资金流汇聚。

### 2. 长期价值发现地

长线要做什么？要去参与一些价值发现类型的股票。这实际上是什么？这实际上是抱团取暖，相当于在做基金的预期，预期公募或私募会陆续进来，把这只股票的流动性一点点买光。包括现在很多银行股粉丝，根本就不知道将来要挣谁的钱。那些银行股的粉丝，一定要问问自己：想要挣谁的钱？来结账的是谁？现在买银行股，是因为判断将来会有越来越多的人追着买自己的股票，这才是长期做价值发现的原因。

### 3. 尽量不碰老庄股

庄股的特点是个人股东多，上、下影多，K线上的不规则放量多，公司成立时间长，发生的事件多，一般以本地股为主，比如界龙实业。这些股票大家自己去看，我不一一点名。我劝大家不要碰老庄股，你在它身上长期是挣不到钱的，它玩的时候真的是会玩死人的。创业板中既有新庄股，也

有抱团取暖的，将来如果有些跌下去，也是会令投资者损失惨重的。

## 五、基金买卖的特点

为什么我说基金是大散户？

**1.** “双十”红线

一只基金持有一家公司发行的证券，其市值不得超过基金资产净值的10%；同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不得超过该证券的10%。所以，任何基金都不能突破“双十”红线。

**2.** 禁止双向交易

比如，我是华安基金，我有一号、二号、三号、四号……一共20只基金，这20只基金全部都买了浦发银行。当一号基金当天做了浦发银行的卖出没有成交，那么全部20只基金当天都不能做浦发的买入，不管是买入委托还是买入成交。为什么要禁止基金双向交易？因为它们的资金量太大了，特别容易操纵市场。

**3.** 交易制度和风控流程

基金有严格的交易员下单流程和交易制度，主要通过股票池和交易指令单控制风险。基金经理想买股票，必须买已经在股票池内的，基金经理不能决策，由交易员根据交易指令单交易。

整个风控环节的流程是：开投资策略报告会→觉得这只股票好→纳入股票池→进行长期跟踪。这些研报有可能是刚入行三个月还没转正的研究员跑一圈，给了基金经理。大家论证，觉得这只股票可以配一点，至于配多少、什么时间配、以什么价位配，基金经理不能决策，要由决策委员会做投资决定，并向交易员下达交易指令：在哪天以前，多少价位以内，买够多少股。

那么，在交易员拿到交易指令单后，他的第一反应是什么？把交易指令单完成了就行。指令单上要求以不高于10元的价格，买够100万股，眼下价格是9.25元，只要在10元以下买够，就是完成指令单了，至于是10元的成本，还是9元的成本，交易员不会管。完成指令单年底就有年终奖，如果这笔单子没完成，下个月就会被扣钱，所以，他一定是以完成指令单为目标。

为什么我们会看到基金一窝疯地高位建仓？就是因为它们刚开过决策会要配，要大家集中去买。私募的风控更灵活，其中一些基金经理的话语权更大一些，几个知名的基金行业“一哥”，等于是自己在做。还有一些封闭式基金，管起来真的是像管理自己的孩子一样。而开放式基金是控制不了的，所以它们就像大散户，它们的余地甚至比我们的还要小。

## 六、主动型基金的致命弱点

现在市场上比较多的是开放式基金。开放式基金分两大类：一类是主动型的，比如创新、优选、精选、成长等类型的基金；一类是被动型的，就是指数基金。其中，指数基金是最简单的，按照指数配方，一买，结束。而主动型基金最大的问题在于以下几个方面。

### 1. 持仓比例受限

主动型的基金既有持仓上限，也有持仓下限。比如一只股票型基金，看空市场，想清仓，可以吗？不可以。看空，还不能低于上限，多难受。

### 2. 申购赎回受大众牵引

比如，这只基金并不看好市场，但是申购这只基金的人很多，本来是满仓10亿元规模，一天又申购10亿元，原来满仓也只剩50%了，于是要买到80%以上，被动多买6亿元的货。赎回更是这样，本来仓位很轻，比如偏股型基金75%的持股下限，假如100亿元的资产，25亿元的现金，结果一天就把25亿元赎回了。不想卖也得卖。申购和赎回受大众的牵引。

比如，在某一时间段，大家一窝蜂地集中申购基金，经常出现一只基金一天卖100亿元，于是它的顶部被买出来了。再跌3年，在最后一轮下杀的时候，又出现大家轮番地赎回基金的情况。然后，基金公司拿着自己可怜的本金去申购自己的基金；但是还是有人赎，基金公司就得卖股票；卖完之后股价又跌了，跌了还得赎。这就是为什么顶部都是基金买的，底部都是基金卖的。它跟大众相关，所以才会出现这种情况。

### 3. 买卖不自由

基金的风控流程导致它们买卖不自由，从决定买到完成买，中间有很多过程。交易员拿到交易指令单后，他想的不是尽量少买一点或者不动声色，不影响这个市场的股价，而是一把就上去了。因为买得不精细，所以它的利益输送就无法避免。

**4.** 利益输送

搞内幕交易的基金经理，开决策会准备买入，到厕所发个短信“某只股票，赶紧”，然后被抓了。

正因为有这么多弱点，包括海外的共同基金也发展不起来，最终只能选择往指数基金的方向发展。因为没有这些限制，指数基金买配方表里的，永远满仓，赎回多少卖多少，也不存在利益输送。

## 七、阳光私募的操作方式

阳光私募在2010年之后开始快速发展，主要走信托的通道，走基金专户和券商通道的较少。现在主流的阳光私募操作方式，除了类基金的股票池以外，主要是两类：第一类是阿尔法，比如空的期指买的现货，只要你的持股超越市场，就能赚到钱；第二类是量化，是全球通行的一种做法，用多种对冲工具来进行对冲操作，做的是绝对收益，所以在海外又叫对冲基金。

## 八、我理想的私募

很多朋友问我，你怎么不去发个私募呢？一方面是因为我懒，另外一方面是因为我觉得管理别人的钱还是有压力的，我自认为是一个道德感比较强的人。我认为，理想的私募应该是像索罗斯那样的人发行的，并且具有以下两个特点。

第一，一定是多品种的。市场没有限制，我想买啥就买啥，不想买啥就不买啥，哪儿赚钱我去哪儿，哪儿不赚钱我就离开，可以空仓一年，这些都由我自己说了算。而不是我认为债券市场有收益了，想进来，结果监管告诉我“你这个产品不能买债”；我觉得商品上有机会，要做商品，结果监管又跟我说“商品上你不能有头寸”。

第二，我的客户一定是不管我的。你专业还是我专业？你认可我把钱交给我打理就行了。你看看索罗斯的基金，每年连账单都没有，该给客户分红时就分红了。但是目前这在国内是不可能的，没有这样的土壤。

## 九、游资的特点

**1.** 对情绪的引导和放大

游资最大的强项在于对情绪的引导和放大。大概是在2003年或2004年，

有一天《上海证券报》报道了一篇“关于上海市国资委准备启动上海市国有资本改制与改革”的文章（大意）。当天上午，行情波澜不惊；下午一开盘，我印象里是轻工机械（旧名）、丰华圆珠（旧名）领涨，两只股票直接涨停，并引起上海本地股全线大涨；第二天又是高开，连涨了三天。而当时的市场行情是长期熊市、市场低迷，这其实就是情绪的引导和放大。

包括股灾后救市时，大家说的“王的女人”。第一次披露的“王的女人”是谁？梅雁吉祥，证金概念，还有人说是证金借壳概念，这当然是胡扯。其实有“王的女人”的时候市场跌幅很大，但是这种概念只要敢往上高举高打，市场是会跟的，而且往上冲的人很多。包括2015年第一次股灾后的特力A，其走势完全让人看不懂，但是会对情绪有引导和放大作用。

在游资的操作中，对于情绪的渲染，最早的时候它们不懂，全靠市场口碑，后来变成大家去挖掘，去看龙虎榜。2005—2006年，股吧为什么火？是因为游资开始买股吧。如果某只股票的股吧里，人气特别旺，置顶帖子一大堆，基本上这只股票就没戏了、到头了。这也是引导和放大情绪的一个办法。很多莫名其妙的逻辑，都是从那儿来的。

**2. A股莫名其妙的逻辑**

比如，吸筹、拉升、震荡、洗盘。股票不是期货，我没见过做股票洗盘的。那么，期货为什么在往上拉升之前会先往下打？因为可以双向开仓，既开空又开多，等到真的往上拉的时候，可以平空单往上拉。股票怎么打压建仓？你打压，人家买走了，你打吧。比如中国中车，涨了10倍的股票在高位放大量，很多人说这是震仓、洗盘。开玩笑，它就是出货。

**3. 关键时刻敢于出手**

游资还有一个特点：在关键时刻，非常敢出手。做交易，有一个因素你要考虑，就是性格上要勇敢，游资在这一点上特别棒。它为什么勇敢？因为它有严格的交易纪律做保护。没有严格的交易纪律，它敢勇敢吗？勇敢一次就死了，对不对？

**4. 严格的交易纪律**

当然，游资赔大钱的时候也很多，游资凡是想跟公募搞股票，基本上都会被公募卖傻。比如，2008年6月3日，游资高举高打做联通，一下被公募套在山顶，第二天砍仓出来。如果没有严格的交易纪律，游资那次就被坑死了。

游资在市场上最清晰的还是体现在大的格局上，尤其是一些小票和概念票，它们玩得炉火纯青。在操作上，如果你想短线做热点，应该跟游资做。但是要记住：游资出得非常快，势的过程非常短，所以不要恋战。游资出货的特点，我在第六章会详细讲解。

### 十、散户的特点

散户的特点是：盲目，极端，容易被感染。我经常听到散户说，谁谁媳妇买了这只股票，咱也买点吧。极端是什么？就是这个市场不行了，从天堂到地狱的一分钟。散户会极端的前提就是自己操作了，刚才还很悲观，买完了之后就特别乐观；去听20分钟股评，激动坏了，回来就要买股票。

所以在这个市场上，我们一定要学会利用和识别散户从一边朝另外一边跑的过程。只要能识别出这个过程，就有挣不完的钱。大部分时候，我们都是走在散户的对面，或者说是在冷眼旁观。但也不要完全和散户对着干，有时候这个潮流刚开始起来时他们是对的。我经常举的例子是，他们疯狂去跳崖的时候，你能去拦吗？前面是悬崖，他们会把你挤下去。关键是要识别和利用这个过程。

## 第三节 散户进化

### 一、做一个不被割的散户

**1.** 正确的思路

我们一定要先让自己从散户群体中跳出来，告诉自己：我虽然是个散户，但是形散神不散；我假装散，但是绝对没有真的散；我冷眼旁观，脑子很清醒，虽然跟你们一起装醉，但是随时随地准备掏你们的钱包。这是我们的思路。虽然在外观上我们是散户，但实际上我们的内心有区别于散户的思考方式、专业技能、交易方法和交易纪律。只有具备这些，才能做到形散神不散。

**2.** 专业的知识和技能

我认为最关键的、专业的知识和技能必须得具备。这些技能怎么来的？我完全是自己摸索的，有些人是我教的，还有一些人是跟别人学的。不管怎么样，你得有这些知识和技能。很多人问我：你是怎么学的各个品种的知识，这些品种你都是怎么了解的？去看呀，在交易所网站上，任何一个交易品种的研究报告都能找到，这些报告你看过吗？我把每一个品种的报告

都从头看到尾，连交割仓库的名单都看一遍。你如果把这些东西全看了一遍，对这些行业的研究就会深刻得多。比如在研究煤炭和整个黑色行业的时候，你有没有想过去看看券商的研究报告？对这些行业的上市公司有没有什么研判？非要去看期货公司那些研究员写的日评，有意义吗？那不专业，专业的东西在别的地方，你去找过吗？

**3.** 区别于大多数人的思维方式和方法

比如，当大家都在研究庄，都在书店找怎么识别庄股和庄的书的时候，我们可能是在讲势，讲怎么去认识势。这就是区别于大多数人的思维。

**4.** 严格的操作纪律

大部分散户亏钱是因为什么？一只股票拿的时间太长了。买的贵不是问题，该卖就卖，这样最后不会亏得爬不起来。那么多人2015年在杠杆上挣了2～3倍的钱，结果6月的大跌后全部赔光。为什么会这样？这就是他们操作纪律的问题。赔钱、赔多、赔少，都和交易纪律有关系，你知识再多如果没纪律，输一次就输光了，这不行。微信上有很多这样的故事，出去旅游一圈，回来发现1 000万元被清零了。活该呀，你干什么去了，一点操作纪律没有，现在清零是好事，就这种操作风格，将来早晚还是得赔光。

## 二、A股的常胜逻辑

在A股市场上，有一些常胜逻辑。为什么叫常胜逻辑？就是用这些逻辑去做，可以让你极少赔钱、多数赚钱，或者可以让你成功躲过灾难。

**1.** 冬播

什么叫冬播？A股历来有一个特点，除了超级的跨年牛市行情以外，四季度基本都是一个低点。也就是说，四季度和第二年一季度的行情都还可以。反例是哪年？2007年、2008年。在2007年的10月，也就是第四季度见高点，这是非常少见的。

国内A股市场的行情，其实只跟资金有关系，国内资金投放收回的特点是年底银行结账，年初银行放贷。为什么说四季度是一个相对低点，因为有很多钱在四季度要回银行，要去结账，那么这些钱的权益类资产就会被卖掉。过完元旦之后，银行基本上在一季度会放掉全年贷款的一半，因为有很多项目已经批了，年初放款导致一季度的资金是最充裕的，因此整个市

场就有这样一个冬播效应。这是第一个逻辑——“冬播春长夏收秋藏”，八个字。

**2. Sell in May**

这是什么意思？记得5月把它卖掉。美国人特别爱说：Sell in May and go away（5月卖掉，出去度假）。因为人们在一季度就做完了，做完了之后到5月就开始清仓，休息一阵子。其实2015年就是这个样子，不光是2015年，历来熊市年全是这样，很多熊市年还会提前到3月底。2001年是6月中旬出的高点，2002年是5月，2003年也是5月，2004年是4月，2005年全年都在跌。这是第二个逻辑：5月，我们通常见高点。

**3.** 年报行情

年报玩什么？高送转。这是A股经久不衰的魅力。只要逢年报，你就找高送转，不要去找浦发银行。年报非常好有用吗？没用，它从来不送。它送转，也许有用。

或者炒第一份年报，你可以看年报预披露时间。我举个例子：第一份年报如果是创业板的一只股票，你应该怎么办？可以买的。你看第一份年报，某高速，那就别买了，没意义。有没有哪一年第一份年报是巨亏的？我印象里没有。这是年报行情，在年报行情里面找高送转。

**4.** 市场热点

看地图炒股，看《新闻联播》炒股。最典型的例子是，2010年国务院部署中国十大产业调整与振兴规划，政策取向非常清晰。哪些板块有可能成为市场热点，你去做哪个，短线做三天，闭着眼睛做，效果很好。包括做上海自贸区，也是看地图做。

## 三、A股的盲点

A股里也会有一些盲点，这些盲点是很多人没有涉及的，是我们以后观察市场进行操作要重点关注的地方。我这里写了三个，其实还有很多，大家可以用心去发现。

**1.** 绝对收益与相对收益

比如你买了中国石油，如果做绝对收益的话可以只买中国石油，但如果做

相对收益的话，你应该把中国石油和中国石化列出来看看，如果中国石油比中国石化涨得多了，可以卖中国石油买中国石化。也有人曾经“搬砖”，搬银行股。大家有没有想过，银行股是不是值得长期投啊？如果值得长期投的话，那就买一只现在最便宜的，过一个月后比较一下哪只涨幅最大、哪只涨幅最小，换到涨幅最小的上面去。这就是“搬砖党”做的，把绝对收益做成了相对收益。

**2.** 产业资本的分析角度

第二个盲点，很多人没有从产业资本的角度去分析问题。我们应该站在产业资本的角度，尽量把产业资本的立场考虑进去。虽然它不一定对，但最起码，我们可以看到它的态度。比如在这个位置，产业资本愿意去增持某只股票，那我们就应该对这只股票保持一定的兴趣；如产业资本不要这只股票，或者是在卖，那我们可能就要保持一份警惕了。这不需要特别高的水平，看看定增、看看它搞的这些关联交易到底在干什么就行了。

**3.** 基于换股、合并、要约、收购的无风险收益

比如，有人在上周五满仓买了招商地产，这其实就是基于要约做的一种套利，包括招商、城投，都会有这样的机会。

我印象最深的是当时参与广汽长丰的吸收合并，广汽的收购条款非常优越，给了二次现金选择权。该选择权规定：吸收合并上市第一天，如果股价跌破9.08元的发行价，股东有二次现金选择权，可以以9.08元把股票卖给广汽集团。这其实意味着保本价格为9.08元，当然只保一天的本。大家记着：现金选择权是我们做这些套利的安全垫，当然前提是监管通过。

该新股上市，我印象里最高涨到18元，其实这已经溢价20%，但我当时就觉得才涨20%，这新股上市不得涨百分之四五十啊。后来，我脑子还算清醒，没有完全去赌。结果当天一看，9.08元的二次现金选择权，9.09元上有几千万股的买单，广汽集团搞来10亿元托这个盘子，我一看没啥戏，就全部卖了。后来，该股从9元多跌到5元多。

这就是经验，不要太理想化，也不要觉得收益会很高，这种都是看得到底牌的东西，收益率不会太高。比如：帝亚吉欧收购水井坊，直接就杀下来了；熔盛重工收购全柴动力，更是收购失败。所以在熊市里，换股、合并、要约、收购都很难成功，有可能会失败。

这里最大的经验是：要做国有企业。为什么呢？国有企业在落实到合同里时才会真正执行，国有企业失败的概率很低。但是私营企业，包括外资企

业很有可能会失败，尤其是在熊市。为什么当时熔盛要约全柴最后不做了？赔钱怎么做，贵了还去做，不是傻子吗？另外，不要过多去想托底价格能给自己带来多少收益，那只是安全垫，到了时候一定要走。托底价也是有时间限制的，不是托你一辈子的。

## 四、选装战术

相应地，我们也可以选装一些战术。比如闪电战，在熊市里做。挑一些自己认为比较好的股票，日内做一些T＋0的交易。研究波动率，在波动率从低到高这个过程中进来，然后在特别大波动率的时候走。还有一些做套利的，这样可以避免自己的心态不好。这些都是可以选装的战术，我在第六章到第九章会详细地讲解。

本章小结

# 国内市场生态

对于国内市场的生态，我有一些自己的判断。

**1.** 去散户化持续

去散户化会持续进行。在管理层对散户过度保护的状态下，这个去散户化的过程会特别久，相应来讲也会特别残酷。

**2.** 私募和对冲时代来临

公募会逐渐成为非主流，私募时代和对冲时代已经来临。

**3.** 行业长期走牛

我们会迎来资产管理行业长期走牛的阶段。这个阶段就是我说的，是在赚“国运”的钱。

**4.** 传统赢利模式被淘汰

用“低买高卖”这种传统的交易模式赢利会非常困难，而且会越来越困难，这就是去散户化的特点。

**5.** 利益输送难以避免

相应地，利益输送就会更加地多样化和复杂化，我们将看到金融行业的案件线索层出不穷。

**6.** 产业资本介入加深

整个产业资本对于金融行业的介入会逐渐深入，会出现一些控股类的公司，甚至会出现类似于伯克希尔·哈撒韦这样的公司。

**7.** 后庄股时代来临

我们必然会迎来产业庄、生态庄，后庄股时代已经到来。比如巴菲特那种，你说他是庄吗？难道他不算庄吗？买入并且持有，而且影响市场。

**8.** 存在行业骗子

相应地，在国内市场参与者结构中，还有一些生态是我不愿意提但是又不能不提的。比如任何一个行业都有骗子，这也是一种特殊的生态。证券行业的骗子出现在哪儿呢？出现在造神。

很多人说：我天天收到短信，这些短信每天推荐的股票都是对的，判断大势对得让人惊讶。这一点你也可以做到啊，买一个短信群发器，搞1024个手机号码，跟一半说涨一半说跌；第二天，说错的那512个不要管，跟说对的那512个再一半说涨一半说跌，然后再来一半说涨一半说跌，连着说8天，能切出来两个人。这两个人会视你为股神，你让他们交8 888元就算便宜他们了，你让他们交5万元，他们都干。所有人都是这么被选出来的，你也是那个被选出来的人而已，因为样本太大。这就是为什么收短信的时候你觉得给你发短信的人特别厉害，等到你交了会费之后，发现它就是不涨，甚至还赔钱。因为你是被选出来的那一个，这也叫幸存者偏差。

# 第六章

# 如何看分时图和盯盘

## 第一节 短线入门

### 一、我对技术分析的理解

对于技术形态的研究，很多人感觉像算命。我可以跟大家讲讲我对此的理解和体会。大体上，我经历过三个阶段。

**1.** 痴迷阶段

第一个阶段，痴迷技术分析。我刚入行的时候，上海有线电视台有一个专栏节目，是讲技术分析的。那是我第一次接触技术分析，我觉得非常有意思，还找了相关书籍，试图把每一个技术指标的计算原理都搞清楚。可以说，我当时很痴迷。那时晚上回家，因为没有电脑，我会手工把图画出来，第二天到单位对着那些图形再一遍遍测量。

**2.** 怀疑阶段

第二个阶段，怀疑技术分析。但是在实践中，我发现技术图形解决不了问题，技术分析有硬伤。比如道氏理论的三大基石——市场交易价格包含一切因素，历史会重演，价格以趋势方式演变，这都是在理想状态下的，就好像理想状态下物质应该保持匀速运动，但我们找不到这样的理想状态。在这个阶段，我开始怀疑，甚至大量否定一些技术指标。

**3.** 成熟阶段

第三个阶段，成熟稳定实用。经历了第二个阶段后，我开始转成一个基本面派，依靠基本面去选股。在用基本面做了两年多的交易后，我发现依靠基本面也有重大缺陷，基本面无法衡量市场的情绪。基本面派说："在股票被低估的时候买入。"我见过最被低估的股票，大家都认为5元的股价已经被低估了，最后它跌到2元，从5元到2元的过程中，大量的基本面派丧失了持股信心。基本面派说："在股票被高估的时候卖出。"南北车合并，股价涨了10倍，它是前面被低估了，还是后面被高估了？基本面派解决不

了这个问题。

我前思后想，认为不能简单地认为“便宜的时候买，贵的时候卖”，必须有一个度量的方法。于是，我转变了思维。我认为：技术分析应该为度量市场的情绪服务。经历了这几个阶段之后，我对技术分析有了明确的定位。我会依靠基本面去选股，但是很讲究技术上的切入点，我做套利也是如此。

比如，我在2015年7月的时候，特别想买咖啡抛可可，但是一直都没有做，因为切入点没有出现。那我什么时候做的？9月下旬，因为这时，把这两个交易当成两个单边做我都愿意，而它们又有非常强的相关性，所以我做起来就会非常踏实。

这是我运用技术分析的一些心得。我跟很多人做套利不太一样，很多做内外盘套利的，觉得比价到了，进口有利润，就会做；而我认为我的利润来自海外市场，如果海外市场没有明确地做多，那我就要等一等。

## 二、分时图的意义

大多数做短线的人都看重均线，很多的买卖操作都是在均线附近。图6-1是一个分时图，分时图上有三个部分：第一部分是成交价格线（白线），成交价格线有上有下；第二部分是成交价格均线（黄线）。第三部分是最下边这些代表成交量的线，这些量有高有低。我们在看分时图的时候就看这三个部分：白色的价格抖动线，黄色的均线和下面的成交量线。



图6-1 分时图

## 三、均线的意义

在分时图上最关键的，是那根黄色的线，尤其是做期货和股票日内T+0的，一定要密切关注这根黄色的均线。那么，这根均线有什么意义？

均线，顾名思义就是从开市到这个时点，所有成交价的算术平均值，揭示了暂时的市场平均成本。如果在均线上，说明此前市场的平均成本是比较低的，现在价格上来了。反之也是一样。

所以，基于市场平均成本去考虑，它往往是人们情绪的一个爆发点。什么叫爆发点？举例来说就是，一直到下午2点钟，所有人今天的均线成本都是在10元一线，突然间，以旱地拔葱的形态涨到10.20元，那么短线的人就会来。为什么？因为他们认为这个突破是有效的，这是第一种买法，追突破；第二种买法是，第一次不买，等回调到10元，如果还下不去再买，这是买回踩的价位。

## 四、均线的标志

均线在技术派的眼里是三个标志：第一，突破的标志；第二，压力的标志；第三，缠绕盘整黏度的标志。

什么叫盘整黏度？参见图6-1，在这个图上，上半天的盘整一会儿在均线上，一会儿在均线下，上午10：15左右上了均线，然后就再也没有下来过。整个上午，几上几下又在中间跨了好多次，这就属于黏度比较大的，完全没有偏离均线，也可以找一个波动率指标去衡量它的幅度到底有多少，这实际上说明它上午是没有明确方向的。在这种行情里，当发现均线短期内三五趟地上穿下穿，这个时候我们做得更多的是等待。为什么呢？因为太不明确了，短线没有办法去操作。

## 五、追单和突破

大家可以思考一下，如果买卖都在均线附近，会是什么样的操作？我一位朋友的操作，基本上买卖都是在均线附近的。他是在做日内突破，买卖点基本上都在均线附近。我刚开始摸索均线，也是这样的操作模式，在均线上，弹起下来，再弹起下来，我们做的是均线的弹性。这种操作，主要是以突破和追单的思路为主。

## 六、强弱的判断

在分时图上，我们经常会谈到“强”和“弱”，我们怎么去衡量强和弱？

第一，在均线上边强，在均线下边弱。

第二，看分时图的斜率。均线在分时图上，上涨也好，下跌也好，是有斜率的。比如，45度角的斜率和60度角的斜率，明显是不一样的（前提是你的时间周期选择是一样的，如果一个是半天周期的，一个是日K线的，两个斜率可能完全不一样）。斜率的绝对值越大，说明走势越强，不管是强势上涨，还是强势下跌。

第三，看反复的次数。是不是均线一会儿上，一会儿下？来回上下，强弱就无从谈起，就不明确。不明确的东西就不要谈强弱，我们要避免这样的操作。

第四，看日内盘整的标志。如果你看到一开盘，前20分钟，均线来回上下蹿了三五趟，那么当天盘整的概率极大。还有一种形态是当天一开盘一路往上推，推完了之后高位守着均线就不动了。这种形态在期货上最常见，比如高开10元，一把拉升1%，然后围着均线就不动了。在这种情况下，其实在拉升了1%之后，后边都是垃圾时间，你要很谨小慎微地做。

# 第二节 分时图形态

## 一、守均线走势

图6-2是典型的守均线走势。在强势开盘，涨了一波之后，后边开始盘整。开盘低开一点点，盘整了不到半个小时，然后一把起来，起来之后在高位就开始守着均线。请大家记住，这是基金建仓常见的形态。基金建仓的特点是什么？是交易员拿着交易指令单，他的工作就是完成交易指令单。那么，他完成交易指令单，是用什么样的方式和方法？交易指令单上只有三个要素：买卖的时间、买卖的股数、成本区间。他拿到这个单子之后，一定会在成本区间内以最快的速度来买够要求的股份。所以我们可以看到，图6-2立竿见影地拔起来，拔起来之后，他就买完了。买完了以后怎么样呢？市场的力量不足以让它回落，很多人也在盯着这只股票，短线客也在进场买入，但是又没有追高的资金加入，于是它就变成了守均线的走势。




图6-2 守均线走势图

那么，我们在具体交易的时候该怎么做？如果你关注的股票连续3天，甚至5天都是这样的走势，一定要密切关注。大家可以去看一看2006年年底的普洛康裕（旧名），普洛康裕在启动之前，有连续3天的上影线碎步小阳线，全是这个形态；后边两天基金没动，然后紧接着基金集中买入，打了一波11天翻倍的行情，后劲非常足。除了基金建仓，这种形态还会出现在不停地发研报的股票中。

## 二、盘跌后快速提升走势

图6-3也是很常见的一种走势，盘跌之后快速提升。这种走势是基金建仓第2天经常出现的。如果你们看到这样的形态，前3天都是守均线的，第4天盘跌，但是到下午又拔起来，建仓没结束，有可能就是启动在即，基本上都是这样。而且我们关注一下快速提升的这个点（A位置），这个点的标志是突破了均线压制，之后会以非常陡峭的方式拔出来，走势越陡交易的参与度越强。如果做日内T＋0的话，像这种形态，波动幅度在4%，至少能够拿到1.5%的利润。这种股票要密切关注，尤其是要和守均线走势联系在一起。




图6-3 盘跌提升走势图

## 三、守均线和盘跌提升分时图连贯形态

图6-4是当时整个K线形态发生的位置，就是图中的A位置，盘跌之后迅速提升，后边短线有两天的涨幅，后边大盘调整又砸下来一天，后边又起来。大家不要去看后边，因为这是短线的技巧，我们只关心分时图发生的后边两三天（B位置、C位置）就行了，这里有非常好的获利。

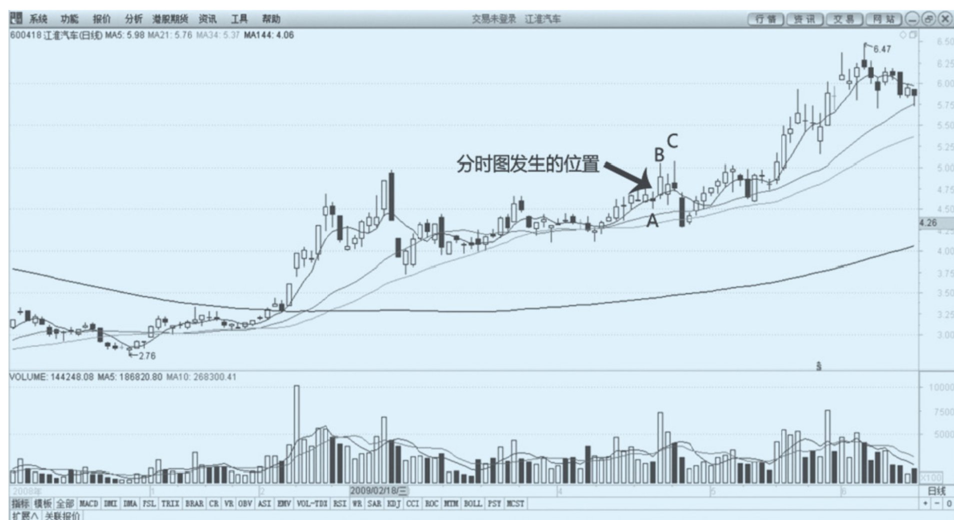


图**6-4** 守均线后盘跌提升走势图

## 四、快速极限走势

快速极限走势（参见图6-5）是游资的拿手好戏，高开3%或者5%，你还没有反应过来，股价已经被推到涨停板了。这个图中的速度还不够快，但是形态是一模一样的，快速极限走势非常强，直接就上去了。这种形态是“敢死队”操作时常用的。




图**6-5** 快速极限走势图

## 五、突破均线走势




图**6-6** 突破均线走势图

前一天是快速极限走势（参见图6-5），图6-6是第二天的走势，高开被均线压制，但是在盘中突破了均线，全天站在了均线上面，并且再次摸到涨停。这说明头一天的突破是有效的。那么这个时候，你就会面临选择：头一天，我如果在8%追到的，那在第二天平开往下跌了2%的时候，走不走？到底赌不赌？对此，每个人的风格是不一样的：有些人是愿意赌的，有些人是不赌的，有些人原来愿意赌但现在不赌了。这跟性格和交易体系有关，没有所谓的对和错。盈亏同源，你挣钱是这么挣的，赔钱也会这么赔。

## 六、震荡整理走势

图6-7是紧接着图6-6，下一个交易日的震荡整理走势。这种震荡整理，我认为还是偏强的，当天大部分时间是在均线上，而且收盘也是收在均线上的。




图6-7 震荡整理走势图

## 七、快速极限突破均线震荡整理分时图连贯形态

图6-8是图6-5、图6-6、图6-7所处的日K线位置，第一根K线（A位置）涨停，第二根（B位置）最后也摸到涨停板，第三根（C位置）是强势整理，后边还有一个半涨停板。这是快速极限走势比较常见的一些后续展开。




图6-8 快速极限的后续展开走势图

## 八、前波浪尾盘涨停走势

图6-9的形态也是比较常见的，如果大家在实战中遇到的话，要小心一点。为什么呢？它前面都是大波浪，一会儿跌，一会儿涨，最后尾盘拔到涨停板，或者说是拔到比较高的位置。越靠近尾盘，上涨幅度越大，越说明有问题。为什么这么说？有实力的人会在前边做，不会在后边做，一般来讲，这种走势都面临着变盘的问题。大幅度的宽幅震荡，最后收盘的时候收了一根长阳线，但实际上第2天就萎靡不振，说明市场人气有点儿散了。




图6-9 前波浪尾盘涨停走势图

## 九、短线平台出局形态

图6-9尾盘涨停，结果第二天出现了什么情况呢？见图6-10，第二天一直被均线压制，就没起来过，尾盘杀跌停。这说明什么？说明这个短线已经完全不行了。如果你在前一天还抱有一些幻想的话，看到第二天开盘高开一点，然后下杀，上冲乏力，被均线压制向下，在这个位置的时候（A位置），你就应该进行了结了。如果是我的话，会毫不犹豫地止损。如果是日内做T的话，这一天应该是逢高一路空下去的，因为这个短线平台彻底坏掉了。




图6-10 短线平台出局形态图

## 十、短线杀跌形态

图6-11是第三天的情况，图6-9前一天杀完，后边又来了一次，这天的杀跌非常猛。这种杀跌在熊市里很常见，在牛市里强势个股回吐涨幅的时候也是这种方式，所以大家一定要记着这个形态。这个形态其实就是波动率突然间异常变大了，异常大的时候一定要当心，尤其是还有一些个股是平开跌停涨停，然后再杀跌，最后收大阳线，大家对此一定要非常小心。



图6-11 短线杀跌形态图

## 十一、前波浪尾盘涨停短线平台出局短线杀跌分时图连贯形态

图6-12是尾盘拉升变盘杀跌连贯形态。分时图发生的位置（A位置，参见图6-9），在当天涨停之后，第二天跌停（B位置，参见图6-10），第三天又跌停（C位置，参见图6-11）。后边什么样我们不管，也许后边会涨回来，也许这个平台破位了之后就变成长期压力了。就短线而言，如果你头一天没有警惕（参见图6-9），第二天没跑出来的话（参见图6-10），你短线交易就是不合格的。




图6-12 尾盘拉升变盘杀跌连贯形态图

我为什么把这些分时图连着对比，就是告诉大家，分时图的形态要连贯起来看：单独一个图，可能看不清楚；有了第二个图，猜对的概率就会大很多；有了第三个图，基本上已经可以分析出来了，因为短线就做两三天。

## 十二、快速极限走势

图6-13和图6-5形态是一样的，但是图6-5第二天的走势是很强的，是突破均线走的（参见图6-6），而图6-13后续是不一样的走法。




图6-13 快速极限走势图

## 十三、均线压制走势

和突破均线（参见图6-6）不同，图6-13快速到极限，第二天被均线压制一天（参见图6-14）。这就是典型的游资出货时的走势。

游资是怎么做的呢？头一天快速拉板，第二天不想做了，就抛掉了。它如果想做，走势可能就是图6-6；不想做，走势就是图6-14。很多人不解，为什么溧阳路这个图形我今天追能追到，换一天就不灵了？原因就在这儿。对于有些个股，它只做了一天，而对于另一些个股，它愿意做好几天。那么，它是做一天还是做几天，区别就在于第二天是不是被均线压制。如果被均线压制，你要很小心，因为它非常有可能当天就在走，只做一天。我还是那句话：不要怕错过机会。看到图6-14这种走势图，你头一天追涨，第二天高开6%，然后吐下来，上去，均线却没上（A位置），这时你要很警惕了；再下来到这里还没上去（B位置），你就不要想了，赶紧走。




图**6-14** 均线压制走势图

## 十四、低位震荡走势

图6-15是第三天的走势。第一天是快速极限走势（参见图6-13），第二天是均线压制走势（参见图6-14），第三天彻底低开在低位震荡（参见图6-15），其实就是短线走坏了。也就是说，那一波炒作已经结束了，就是一个一日游的行情。

很多人问我，怎么去识别一日游行情？其实，大盘是会给你这些蛛丝马迹的，关键是你能不能抓住它的精髓并总结出来。比如，前一天开盘10分钟已经涨停了，第二天全天冲不过均线，你说这是为什么？不就是有人卖嘛。前一天10分钟把它买到涨停板，第二天为什么没人要了呢？那一定是有人往下卖，如果这个卖的力量大，但它就是过不去均线，那我们也扭头走，就是这个思路。




图**6-15** 低位震荡走势图

## 十五、快速极限均线压制低位震荡分时图连贯形态

图6-16，快速极限走势（A位置，参见图6-13），均线压制（B位置，参见图6-14），低开（C位置，参见图6-15），下跌（D位置），把前一天的涨幅全部都跌回去了。



图6-16 游资出货图

## 十六、分时图结论

### 1. 前半小时和后半小时分时图的意义

对于前半个小时的分时图，除了快速极限走势以外，大部分都不具备指导意义。因为前半个小时是市场博弈刚刚形成的时候，这个时候你在短线上，只有一种情况可以表态，就是去追涨停板。你一定要知道，你在前半个小时的操作，都是因为你看准了。大家看一看商品期货的走势，会发现大多数商品只在前5分钟有行情，后边行情就很小了，因为商品跟股票是相反的，大家做的周期完全不一样，股票行情变化的速度比较慢。

很多时候，比较有意义的操作会出现在最后半个小时，尤其是在熊市或者震荡偏弱的熊市。我现在跟所有学生说的都是：攒着点儿股票，最后半个小时也许会有机会。为什么呢？因为前面机会不好把握。

### 2. 分时图上最重要的是均线

好好地去研究均线的价值，因为布林线指标、分钟图上的背离都是基于均线的一些计算。包括MACD的一些计算，都跟分时图的均线密切相关。尤其是分时图一直缠绕在均线上，始终没有脱离的股票，比如说这只股票弹性很好，今天一反常态，从开盘就在均线上来回绕，一路绕到下午两点40分，这个时候如果做短线的话，一定要格外注意，如果出方向就会是一个很大的方向。

### 3. 成交量的配合与验证

成交量要和上涨、下跌有所搭配。突破往上涨一定是要带量的，突破往下去也是要带量的。这个量我们怎么考量？比如盘子上对盘量很大，但是成交量很少，盘子在往上走，这说明有垫单在过来。成交的量价配合，永远是盯盘的重点。

### 4. 分时图的形态要辩证地看

分时图是有连贯性的，虽然我们每天只交易4个小时，但实际上今天的4个小时和明天的4个小时是有关联的。

如果当天强势，第二天不强势，一定要想一想其中的原因。如果头一天快

速极限起来，立旗杆一样地往上涨，肯定要追。当然追错的概率也有，盈亏同源，追错就认了。2002—2003年，我基本上都是这么做的。商品可能更加激进一点，头一天涨停，第二天往跌停板砸的都有，因为它牵涉博弈的问题。另外，由于是T＋0交易，商品的交易周期比股票要短很多，有人甚至用Tick（日内超短线操作），这等于是以毫秒级在做，这里边的周期就没法谈了，肯定不如股票这么稳定。

### 十七、背离的操作

大家思考一下，在远离分时图均线的位置，如果做回归的话，是什么样的操作？这刚好跟做均线附近的买卖点是相对应的一种操作，是在做一个背离的操作。这么做可能会出现什么情况呢？10次中，你成功8次，每次挣百分之零点几，但是错一次可能就亏5%，所以这种操作对交易的纪律性要求很高，相对来讲也比较难掌握。

## 第三节 日内盘口

### 一、日内精髓

**1.** 日内原理

股票日内交易的原理是什么呢？你手上有长期看好的一些股票，或者说是长期持股的股票，那么你利用交易规则，拿原有的股份做当天的T＋0买卖。

**2. T**的意义

这么做的意义就在于，你可以利用自己的短线交易能力，去获取一些短线交易利润。这个短线交易利润丰厚到什么程度呢？我们稳定的交易员大概能够做到一天2‰到3‰，大家可以计算一下，这个收益率是非常高的。对于日内T＋0的利润原理，形象的比喻就是把方便面拉直了吃。我举个例子，如果一只股票从10元涨到20元，绝对值涨了10元，如果它没有波动，你就获取了这10元的绝对差价。

**3.** 操作风险

首先，要预防股价下跌的风险。比如，一个交易员每天能T出2‰的利润，但这只股票3个月内股价跌去了80%，那做T就没有意义。

其次，要预防一些系统性风险。比如，做融券或者买现货抛期指，在成分股里找弹性好的个股做T，当然这对资金的需求量比较大。

我自己原来做交易，就是买两只喜欢的股票，然后盯着这两只股票做日内T。做着做着，我会发现某一只股票的弹性越来越好，那就把弹性不好的卖掉，换到弹性好的股票上去，这样会更加简单一点。

**4.** 盯盘要素

做日内交易，我们关注的就是分时图和对盘价，对盘价非常关键。

**5.** 操作精髓

操作精髓就是：落井下石或锦上添花。本质上，我们在利用股价运行的惯性，所以特别怕突如其来的买单或卖单破坏其原有的惯性。比如，本来趋势挺好的，正在突破往上涨，一笔5 000张的大卖单直接砸下去好几个价位，这块价位空了，这时候你不走，下一把马上要套你；你走，下面没有价位打（买单）。所以，做日内T大多数时候赔钱是赔在这儿了。如果赔在别的地方，说明你的日内T还没有入门。

在操作技巧上，我们要学会利用惯性，同时也要承认惯性有时会被突如其来的买单或卖单给打破，这是我们交易的一部分。

**6.** 对手盘弱

一定要记得这三个字：晚表态。表态太早，很容易被套。我一直跟我的交易员们说：开盘的前半个小时要小心，不要过早地或者特别频繁地表态，这都是不对的。另外，还有对手盘的问题。对手盘是我们最大的盈利来源，因为做期货本身就是T＋0交易，所以大家都很聪明，你抓不住。但是股票做T＋0，你的对手盘就是那些没办法做T＋0的人。

## 二、对盘价和挂单量

对盘价的问题，有如下几个要素。

**1.** 成交比

成交量分为内盘成交和外盘成交，在交易软件里，外盘都是以红色显示的，内盘都是以绿色显示的。以买价成交，就是内盘，也叫主动性卖盘；

以卖价成交，就是外盘，也叫主动性买盘。

那么，哪种成交比好呢？由于股票市场很难做空，当然是外盘数越大越好，内盘数越小越好。外盘数大，说明主动性买单多，主动性抛单少。但是对于这一点要辩证地看，如果主动性的买单很多，但是股票不涨，你说是不是有问题呢？

**2.** 委比

委比是所有委托买入的手数和所有委托卖出的手数的比值。通俗来讲，委托买的都是要买的，委托卖的都是要卖的。如果股价要上涨的话，应该委托买的更多一点，是这样吗？不一定。因为很多钱是在外面虎视眈眈地等着，不会挂在上面，所以委比不是很靠谱。

如果一只股票，虽然委比买单量很大，成交比外盘量很大，但价格就是不涨，说明什么？说明有人在垫单出货。什么叫垫单出货？就是所有的买单都垫在买二、买三、买四、买五，买一永远不挂单，然后卖单都在卖一。这时很多人会觉得：这要追涨啊，下面这么厚的垫单，国家队要来救市了？所以他们就会主动地往卖一上去买。结果发现，卖一上永远买不完，买了5 000张又出来5 000张，买了8 000张又来8 000张。这就是垫单出货。

**3.** 价格是否连续

我们很多时候会看到一些股票价格在迅速地跳涨，一角钱、两角钱地往上涨，比如，现在的股票成交价是10元，买一是10.00元，卖一是10.01元，卖一到卖五是10.01元、10.02元、10.03元、10.04元、10.05元，那么，当一笔大单子直接推到10.10元，把10.01元到10.10元的卖单全部扫空，这个时候，如果买一迅速变成了10.10元，对盘价变成了10.10元的买单，对着10.11元、10.12元、10.15元的卖单，我们仍然认为它的价格是连续的。怕的是一笔大单扫到10.10元了，买价还在10.00元，没有跟上来，这种就是价格不连续。

价格不连续的时候，追涨很危险，比如，你刚追到10.10元，下一笔成交又回到10.00元了，第二笔成交到9.98元了，亏损1%，再加上手续费等于亏损1.2%了。短线日内做T的话，会让人非常心疼。

这种情况你一定要密切关注，如果一只股票经常出现这样的大单上扫，但是买单跟不上，这个时候，你要小心，不能去做追涨。相反，你如果想投机的话，应该高位挂着“钓鱼”。但我不主张这么“钓”，因为在我的交易体

系内，我从来不做挂单，要买就直接买，要卖就直接卖，要么条件止盈止损，肯定是不会挂单等成交的。

**4.** 重要价位挂单量

什么叫重要价位？举个例子，20天线的支撑位置是10.00元，同时10.00元这个价位是一个整数价位，又是一个平台下沿，你说10.00元是不是重要的价位呢？当然是。那么在这个重要价位上挂单挂了多少呢？比如上面的挂单都是4位数的，到这儿一看，不到1 000张单子，是3位数的，那说明什么？说明几乎没有阻力，一会儿一定被买掉。此刻千万不能买，要观察，至少要等它买掉了之后，看一眼10.00元这个位置有没有单子补上来，如果没有单子补上来，这个位置是能做空的。

所以，一定要密切关注重要价位的挂单量，如果挂单量很好，那你就去关心这个挂单量是怎么被买掉的。是一点一点被买掉了，还是两笔就被买掉了？如果是两笔就被买掉，买掉的速度非常快，要勇敢地往里冲，后边惯性可能会很好。关键价位挂单量越大越不怕，一定要牢记这一点。

很多人一看，上面有个1万张的单子，吓坏了：这还能买？不要这么想。要看这1万张单子是怎么样消失的，如果不消失，永远不入场。如果第1笔是3 000张，第2笔8 000张就没了，赶紧往里冲吧，后边应该有一个惯性的上涨。

如果大家做商品炒单的话，会对这一点有非常深刻的认识。尤其是在一些关键的价位上，我们怎么去识别真突破和假突破？就像刚才说的10.00元这个价格，既是重要的支撑位，又是价格整数关，也是平台的下沿，还是20天均线，纠缠了好多次后，跌破10.00元，它会往哪儿去？它会很迅速地到9.90元以下。如果它跌破了10.00元之后，在9.98~9.97元纠缠，你是可以买一次的，为什么呢？因为下不去。这么关键的位置，这么好的整数关，又有大单子垫着被打漏掉，竟然没有下去，只下去了两三分钱。这说明什么？说明下去是假的。有这样的辩证思路，你才能用重要的价位挂单量去衡量这个是强还是弱。

**5.** 成交是否连续

成交是否连续和价格是否连续大体上是一回事，区别在于：最新价有没有大幅度跳跃。如果有大幅度跳跃，往往是好事，因为它的方向趋势性会更明显一点。怕的是上跳一下，下跳一下。这种情况我遇到过，有一只股票股价为7元多，买盘卖盘的差价为3角，就在里面来回杀，一把在涨幅，一把在跌幅，来回打脸，中间散户全是炮灰，这种股票就属于典型的成交不

连续。这种情况是绝对不能介入的。它不光价格不连续，连成交都没有了，比如券商股在2015年4月之后，有很长一段时间就是这个样子。为什么会出现这种不连续？因为多空分歧巨大，大家在打架，一般都伴随着基金甩货，或者游资出货。

**6.** 与大势是否一致

与大势一致体现在共振上。如果一只股票，大盘翘头的时候它翘得凶，大盘回调的时候它跌得少，我们就说这只股票强势。所以在做强势股追涨的时候，比如在10.00元这么关键的价位打漏了，大势在往下走，就应该勇敢地追。大势没有往下走，你追了一下，或者说你没追，它在9.97~9.98元就停住了，这时候大势在往上勾头，那你就应该勇敢地买。这实际上就是跟大势做同一个方向。

## 三、对盘价的缺陷

对盘价经常会有一些问题出现，图6-17是交易软件的三个部分。左边是我们经常看到的买卖五档。中间显示，上午10：27分，12.48元成交593张，这个B就是主动性买单，记在外盘里。但实际上，对盘价之前是12.46对12.47，之后变成了12.45对12.46，而原先12.45和12.46上1 000多张的买单，只剩下200多张。这说明这500多张外盘的单子大部分是成交在12.46元，小部分成交在12.45元。但是为什么软件显示12.48成交、外盘、B、红色上涨？

| 600737 中粮屯河 | | |
|---|---|---|
| 委比 -44.98% | 委差 | -2165 |
| 卖⑤ | 12.51 | 824 |
| 卖④ | 12.50 | 1498 |
| 卖③ | 12.49 | 322 |
| 卖② | 12.48 | 811 |
| 卖① | 12.47 | 34 |
| 买① | 12.46 | 396 |
| 买② | 12.45 | 781 |
| 买③ | 12.44 | 45 |
| 买④ | 12.43 | 3 |
| 买⑤ | 12.42 | 99 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 10:27 | 12.48 | 593 | B |

| 600737 中粮屯河 | | |
|---|---|---|
| 委比 -64.49% | 委差 | -2939 |
| 卖⑤ | 12.50 | 1818 |
| 卖④ | 12.49 | 600 |
| 卖③ | 12.48 | 804 |
| 卖② | 12.47 | 523 |
| 卖① | 12.46 | 3 |
| 买① | 12.45 | 285 |
| 买② | 12.44 | 245 |
| 买③ | 12.43 | 11 |
| 买④ | 12.42 | 99 |
| 买⑤ | 12.41 | 169 |

图**6-17** 对盘价

这是因为整个交易系统有6秒的统计区间。所有行情软件显示的都是汇总数据，如果6秒前面很多笔都是往下卖，只有6秒的最后一笔是往上买，软件就会把它识别成一笔买单。但实际上它是成交在了卖价上。盯对盘价，

就是盯这个。

这是交易系统的缺陷，一定要看清楚到底是真的买单，还是以为的买单。而且一旦行情显示12.48、593、B，内外盘计算它已经计入了买盘，那很多技术指标都以它为计算依据了。虽然影响不大，但是当天如果这种事情出现很多次，那么交易系统的清晰度是要打折扣的。很多股民朋友问过我同样的问题：为什么明明看到是买单，结果下面的接单不见了？就是这个原因，这是交易系统的缺陷，甚至有时候很离谱，交易软件上从来没有看到过这个价位，但是当天的最高价或最低价里有它。出现这种情况也是系统6秒撮合的原因。

## 四、委比和成交比

### 1. 是不是委比越红买盘越大越好

不一定。买盘越大，意味着买入力量强，但如果买入力量很强，它就是不去成交呢？如果看到一笔100万股的买单，托在买二或者买三上，但是买二和买三，既不是关键价位，也不是整数关口，这个时候就该问一问，这是谁，为什么要这么买？一般人没这么强的实力，基金的交易员绝对不会挂这样的单子，那是谁挂的？他要干什么？如果上面的抛单很密，价位都很结实，又不往上买，说明他只是不想让价位跌而已。甚至要问一问，他到底是真不想让跌，还是假不想让跌？如果一会儿一路阴，在这个价位变成了买一的时候，他撤了，说明什么？他也不是真想买。所以，委比不一定是越红越好。曾经有一段时间国家队救市，委比量大得一塌糊涂，全是6位数的买单堆在买一和买二上，就是不出手。这有什么意义？就是吸引大家跟风，他能少买点。

### 2. 最容易被误解的成交比

因为对盘价有6秒撮合缺陷，所以内外盘有时候是不准的。我们只需要关注涨跌停时内外盘的成交比，这个是最准的。

如果股票涨停了，前面主动性的买盘冲上去，这是大量的红盘，封停之后是大量的抛盘，如果这两个力量是外盘量比内盘量大，在通常情况下，这个涨停板是可以持续的。如果涨停板的股票，外盘量比内盘量要小，尤其是出现那种涨停打开又封住，打开又封住，有出货嫌疑的，遇到这种情况就应该先溜。

## 五、换手率

**1.** 换手率的计算

换手率是另外一个比较重要的指标，这个指标最原始的计算方法是成交的股份数除以总股本。但实际上，我认为应该除以流通股本，甚至应该除以实际流通股本。因为很多股份是不流通的，比如建设银行，流通股份一共也没多少，包括中国石油、中国石化，流通股份都是不多的。所以在算换手率的时候，一定不要有误区。

**2.** 换手率多少算好

那么，换手率多少算好呢？我的经验是：3%以下基本上是不活跃的；3%开始温和地活跃；7%属于比较活跃；10%就属于很活跃，一般都是游资票了；15%有出货嫌疑；如果一天换手率超过20%，要么后边有波澜壮阔的大行情，要么就是出货。

一定要记得，换手率不是越大越好。换手率越大，意味着股票的交易摩擦成本越高，一只每天换手10%的股票，这是多少交易成本？它还能长期跑赢大盘？绝对不可能。如果做日内，换手率应该超过3%，因为不活跃很难做；同时也不要超过15%，超过15%可能也做不了几天了。如果换手率连着四五天达到15%，然后一天爆出30%的巨幅换手，那行情已经走完了，之后会是长期阴跌。

**3.** 极端换手出现的位置

对于换手率的观察，要看特别极端的换手情况。比如，换手率特别大时，换手率出现的位置是在高位还是低位，是在山脚、山腰还是山顶？

**4.** 涨幅的判断

比如，这只股票已经有了3～5倍的涨幅，现在爆20%的换手率，那大概率就是山顶。比如中国中车，涨10倍出现高换手，还不走，这就是不应该的。常识判断都可以让我们规避掉很多大的陷阱。

比如，价格长期都是这样，几乎套住了所有人，那它就是山脚。比如，一只股票涨了30%～40%，这个位置有可能是山腰，但是在熊市这说不定就是山顶。所以，我在熊市里，比如说趋势不好、大环境不好、不配合的时候，山腰都当是山顶了。比如5元的股票，低位大部分的成本区间是5元，涨到8元出现20%的换手率，我当它是山顶了，也许后边是山腰，不要了。机会很多，可以做别的。

有没有在低位换手特别频繁的？极少。我印象里低位出现高换手率，是什么情况呢？比如某只股票长期横在3元多，然后它停牌了，复牌之后，从3元的无量涨停板涨到4.5元，这个时候爆了大量，我们应该不应该关注？应该关注，毕竟它的绝对值不高，涨幅也并不是很离谱，如果有特别好的突变的话，后边也许会有很好的机会。

长牛股最理想的状态是什么呢？它的换手率有一个从低到高再缩窄的过程。比如原来的换手率不到2%，但是绝对股价并不高，走着走着，换手率跑到了7%，开始活跃，然后从7%又逐渐地缩回到了2%、3%。它在缩回到2%、3%的过程中，是马不停蹄地碎步小阳线往上走的，这实际上是超级大牛股的特点。我们把这个过程叫“放量突破，缩量上涨”，这种股票是极其稀少的。如果遇到这样的股票，一定要抓牢，有可能十几天就翻倍了。大家可以翻一翻早期的信达地产、同达创业、国际医学、平潭发展，都是这样的走势。

**5.** 和分时图结合

所有关于换手率的内容，都要和分时图的形态结合起来看。只有这样，我们的判断依据才能更多一些，判断的成功率才会更高一些。

# 第四节 K线常见出货特征

上面讲的是怎么买、怎么追、怎么乘船、怎么坐轿，下面讲出货。K线常见出货特征主要有以下几个。

## 一、数倍股高位巨量换手

数倍股高位巨量换手，通常是出货特征。不要迷信10倍股，不要追求10倍股，这个市场上的10倍股很少。大多数抓住一回10倍股赚了很多钱的人，通常情况下还会把赚到的这些钱，全部赔在寻找下一个10倍股的路上。涨幅巨大的个股，高位巨量换手，必须回避。

## 二、连续跌停巨量开板

现在很多游资出货，或者老庄股出货都是这种方式，不计成本往下卖，为什么呢？打到绝对低位才会有人过来抢反弹，甚至是自己来抢反弹。

比如，我是原来里边的老庄股，手上有很多这只股票，没有人买，这时我该怎么出？第一个跌停卖没人买，第二个跌停卖没人买，第三个跌停卖还

没人买，在我已经腰斩了之后，短线客都在盯着，都希望它哪天开板。然后到了某一天，我自己挂跌停自己买，边买边撤，然后把跌停板打开，弹起来的时候，今天做了一趟T，第二天卖光了。这就是庄股自救，连续跌停，巨量开板，在开板的过程中跑了。

## 三、高位下影线频频出现

比如已经涨了50%~60%的股票，在平台横着，下影线天天有，都比较长，而且这些下影线的收回都是尾盘收回来的。它在干什么？拉尾盘是最没水平的表现，因为拉尾盘成本低，20万股就搞定了。换成上午9：30试试看，20万股刚搞定，又被砸下去了。所以，高位下影线频频出现，一定是有问题的。

这一点可以推广到大盘上，如果大盘经历了一段比较大的涨幅，这个比较大的涨幅有可能是30%~40%，在高位形成平台，下影线很长，并且经常出现，这个时候你一定要警惕。为什么？这其实是一个洗脑的过程，“有钱难买牛回头”，大多数股民看到下影线都是要往里冲的，尾盘进去，下影线全出来了。这与连续多日尾盘托价原理是一样的。

## 四、连续多日尾盘托价

这么多的下影线，这么多的尾盘托价，为了什么？都是为了走。白天卖了一天，尾盘20万股打起来，明天以这个价位继续卖。今天卖便宜了5角，尾盘拉上来5.5角，股价还是红的。为什么？明天多卖5角的时候，有人在下面等着接呢。这种出货对于个股的杀伤力是很强的，只有老庄股或者在里面长期运作的资金，才会用这样的出货方法。

本章小结

# 分时图常见的出货特征

分时图常见的出货特征有以下几个。

**1.** 钓鱼线

大家闭上眼睛想象这样一个图形：固定的斜率，45度角向右上角飘，突然

间大幅杀跌，迅速把涨的5%全部杀光；然后从这个点起来，继续以45度的斜率再往上涨，涨了半个小时之后又有两笔大卖单全部杀光，这就是“钓鱼线”。想象一下你把鱼竿拎起来，鱼线垂下来的样子，这种钓鱼线就是典型的出货。这种图形现在很少见，常见的是大单买二。

**2.** 一字断魂刀

股价跟去世的人的心电图一样，一直是横着的，突然间下来4角，继续横着，然后又下来4角，一天跟下楼梯一样，全是“一”字形的，然后中间断头一样掉下来，这是典型的出货。而且这和大单买二经常是搭配的。它横在那儿为什么是“一”字形呢？因为大单垫在买二，在卖一上挂了卖单，股价下不去。

一字断魂刀的原理其实比较简单：因为我要出货，又不想出货的时候价位跌得太凶。比如，现在价位是15元，那么我所有的买单都托在14.99元上，所有的卖单都挂在15.01元上。

想象一下，我的卖单挂的量级肯定小，15.00元、14.99元、14.98元、14.97元上都是4位数，甚至5位数的买单，然后在15.01元上，我的卖单都是400手、800手这样的单子。很多散户看见下边有大托单，是往上冲的，把这800手买完了之后，成交多少我再挂多少，还有800手等着，这800手永远出不完，这就导致它是一个“一”字形。过了20多分钟、半个多小时，大家已经疲惫了，觉得你就是在玩花样，买入的力量已经没了。好，一把下去5角，在14.5元这个位置，咱们再来这一套。有人一看：跌这么多，大买单又出来了，可以抄底了。再来一次。一天可以这么来回好多趟，杀好几个台阶。甚至不一定要往下，等到了尾盘把它拉回来，虽然今天一天白跌了，但我已经出了这么多，明天继续。所以，这些方式互相结合很难识别，但是看到这种典型的特征，先跑了再说。

**3.** 大单买二

大单买二和一字断魂刀基本上是同一个手法，包括后面的一些出货手法，也会用到大单买二。

大单买二有时候也会被买掉，但问题是，在这个市场上，刚开始出货的时候，持仓量肯定是很大的，是不太怕有人打的。这一点出货的人心里其实是有数的，没有人有这么多货。如果真有这么多人卖出来了，那他只能接了。所以将来等你们交易量大了，也可以吓吓他们。有时候游资出货，被基金和里边的个人大户给砸了的情况也会存在。

**4.** 涨停出货

涨停板打开、封死、打开、封死，甚至是封死不打开。以前在涨停板上做出货，卖多少，底下买单可能还补多少，现在有时候连补都不补了，就敲开，敲开完了之后，再买到涨停，跟单跟上来之后，把单子一撤，集中成交，又把它打开了。打开之后、再封上、再打开、再封上，就是为了卖，就是为了成交。

**5.** 固定斜率巨幅换手推升

固定斜率巨幅换手往上推，一直推到涨停板，这种是最有迷惑性的，让人总以为那是快速极限走势。

比如，一分钟涨两分或五分钱，一点一点推上去，直接推到涨停板，看上去是固定斜率，股价在高位，换手巨大，量也很好，但是这种也有出货的嫌疑。为什么呢？这么出，有可能是大单买二一路往上垫的。

如果大单买二垫上，但是卖单在卖一上不停地往外放，那就是一字断魂刀；但如果是大单买二、买三上面不放货，而是隔一个价位，一点点往上放，那就是固定斜率巨幅换手推的。这个推升不是他自己推的，而是市场的力量推的，因为只要大单买二垫上去，想买的人就只能往买一上垫，他在把散户赶来赶去。

你有没有想到，这些操作方式不都是在逼散户先表态吗？买二垫上了，你怎么办？买一跟不跟，买一不跟，可能就是一字断魂刀；买一跟得多一点，他就继续把单子从买二挪到买一上去，然后买一就变成了买二，过一会儿新的买一上单子多了，他在这些单子后边，再往上推，再垫到买一上，这个买一又变成买二，这样一路垫上去，你会发现换手率很大，突然间，他单子一撤，一下子就出货走了。

这是一些出货的具体形态特征。

# 第七章

# 如何做短线交易

## 第一节 短线交易

### 一、短线交易的原则

什么叫短线交易？我认为其实就是三个原则。

**1.** 持股时间短

短线的持仓时间基本上是以天为依据的，前提是它不表现了，如果天天涨停板，哪怕涨一个月，我肯定愿意拿一个月。它只要不表现了，可能就要被处理掉了，所以相对来讲，持股时间是比较短的。换句话讲，我既不参与它的震荡，也不参与它的调整，只想拿到主升浪的一段；可能从8元涨到20元的这一部分里，我只拿到了从12元涨到15元这3元的部分。但是这3元可能赚得很快，比如一天半，或者两天就拿到手。

**2.** 参与结构短

所谓参与结构短就是，在正常情况下，一只股票从8元涨到20元的过程中，它可能是先从8元到13元，然后从13元回到11元，从11元迅速到16元，又从16元回到14元，然后一波又到20元。这里可能有三波、四波，甚至五波。那么我们在做短线的时候，是不会把这5波结构全部拿走的。如果想把这5波结构都拿走会更累，要浪费时间和精力。

我有一个问题：我们做一件事情，是要把它做到85分，还是做到100分？这个其实是要衡量一下的。如果我用40%的努力，就可以做到85分，但是从85分往100分去，我需要花120%的精力，那么实际上85分就足够了。也就是说，我们要找一个边际效应最大的趋势去做，而不要把更多的精力浪费在提高那一点点的完美性上。交易本身就是不完美的，我们没有必要去追求极致。在追求极致的过程中，你付出的精力、成本可能会高很多，这其实是不划算的。

对处女座的人来说，这点太吃亏了，因为他们追求完美，所以经常会出

现：我就是要20元把它卖掉，但它最高价才19.9元，太不完美了。还有一些处女座的人是，必须要扣掉成本之后，在20元的价格上把它卖掉，结果它最高价就到20元。这么执着就没必要了。

**3.** 情绪转折快

什么叫情绪转折？就是对某只股票，半小时之前还比较悲观，还在卖，但是半小时之后发现卖错了，马上就再追回来，这就是情绪转折比较快。那么，情绪转折快的要求是什么呢？是泯灭掉大方向上的依据。你可以在宏观上对这只股票有一个猜测，比如，你认为这只股票处于上升通道，但是在操作中，你要时刻警觉，它也许在上升通道里是来回振的。只要是做短线，你就一定要有两个方向的感觉，不能认死理儿，千万不能犟。

有些人是从来不转折的，就是看多：股价从10元跌到4元，还看多，最后从4元跌到3.8元实在无法看多了，快爆仓了，就直接砍掉；刚砍完，股价又涨了。砍完第二天，这些人又在那儿看空，说要跌到2元，结果股票又涨了。这种人其实就是反向指标。我身边有很多这种人，你们如果仔细找的话，也会找到很多。你铆住一个最准的，跟着他做其实也挺好的。

## 二、频繁买卖是不是做短线

在上面三个特点中，我没有将频繁买卖列入，大家一定要记得：频繁买卖绝对不是做短线的特征，而是管不住自己的手，是病，得治。因为所有的频繁买卖，都要建立在有盈利的前提下，在有盈利的情况下，你买卖得很频繁那是对的。在没有盈利的情况下频繁买卖，那根本就不是做短线，而是在瞎做。

不知道大家有没有统计过自己的交易量，我统计过：在我所有的短线亏损里，有几乎一半以上都是因为抖机灵。根本不该做的东西，总觉得今天来灵感了，可以这样做一下，可实际上只要做了，几乎都是赔钱的。这就是频繁买卖。

可做可不做的交易，一定要控制住不做。比如整个商品从2015年3月到当年的6月是没有趋势的，所以我一直忍住没有做。那段时间我最成功的地方并不在于我猜对了某一个品种的行情，而是因为我忍住了，几乎就没碰过商品。

大家一定要杜绝频繁买卖，我们怎么才能克服这个毛病呢？一个最简单的办法是，每天准备一个本子，记下今天要做什么、明天要做什么，或者当天做完功课，做个盘后总结：今天操作的缺陷在哪儿，列出几条；明天准

备怎么做，列出几条；计划好明天的操作和大概的可操作区间，心里有个数，然后写个便签往自己电脑屏幕上一贴，按照这张纸上写的做，效果会非常好。

我以前有记交易笔记的习惯，坚持了很多年，但是这两年太懒了，基本上不再动笔了。我身边有一个做商品的老大哥，他做技术分析，看技术图形。他有一个本子，每天只要我们一聊天，本子就摊开了，可以马上说出这些东西的支撑位是多少，阻力位是多少，强支撑在哪儿，盘中出现某信号应该怎么做，一目了然、清清楚楚。了结一笔交易之后，赢利的打钩，亏损的打叉，盈利是多少，在心得中写下来，亏损的打个叉，亏了多少，也在心得中写下来。这样做是可以避免瞎做的，管不住自己手脚的朋友们就用这个办法。想要练短线，先管住手！

# 第二节 超短交易

## 一、日内交易

刚才说的是短线的定义，其实短线还有一些分类，比如超短，像股票的日内T＋0和商品期货的炒单。无论是股票的日内交易，还是商品期货的炒单，只要做短线，我们都要关心以下两个问题。

**1.** 入的问题

做超短，我们的买卖依据一定要清楚。什么叫清楚？就是不要模模糊糊，比如出了这个趋势之后我再往里追。这个趋势的判断标准是什么？是过了10元，过了10.02元，还是过了10.05元？这个标准一定要很清晰。

要避免那些很含糊的东西。比如2分钟和10分钟出金叉了我去买。2分钟和10分钟出金叉的时候，在分钟K线上，至少是在1分钟之内就会有反复，你怎么解决这些反复的问题，怎么认定这个金叉？是在下一分钟认定前一分钟的金叉，不管下一分钟的价位是多少，都往里追，还是用别的办法来认定？千万不能笼统地说出金叉了就做，出金叉了刚做进去，它又死叉了，你怎么办？所以这个认定必须要准，不然就没有意义了。

**2.** 出的问题

做超短是必须要停损的，不停损就被套住了。这个出就是止损和止盈的问题。止损反复讲了这么多次，大家应该都会了。止盈怎么做？这里面就需要用自己的性格做切入点。

比如有些朋友赌性比较大，那赌性大做短线好不好呢？未必不好。他可能会拿自己所有的利润去赌，比如10元买的股票，第二天涨停板了，在涨停板附近，只要震荡，就再加仓。他有10%老仓位的盈利做底，一旦加仓加错了，当天把老仓位的部分平出来，第二天可以再砍掉。这样的话，他相当于是用之前的那些盈利来做赌注。

还有一些人呢，是比较谨慎的。10元买进去，股价涨到10.15元，一看下面的买单薄了，上面的大卖单也出来了，他就先走。

两种方法没有优劣之分，还是要理解盈亏同源，什么样的性格就做什么样的风格。我是比较喜欢做“1＋1”的，也有一些人是做“7-5”的，刚开始可能是做“1＋1”，最终也许控制得好，就变成“7-4”了，那这就比“7-5”多了一点。但是用后一种方法的人，压力会比较大，当然用前面一种方法的人压力也不是没有，只是压力相对较小，能随时了结，这些压力就都被抛掉了。所以要自己衡量，大家一定要知道，交易是没有所谓对错的，只有适合和不适合。

## 二、超短交易的技巧

### 1. 尽量不看K线

分时图均线是做短线最好的参考，反映得最快。为什么这么说？K线是比较慢的。因为分时图是根据成交价画出来的，K线是根据分时图画出来的，所以尽量不要去看K线。

微博上有一个朋友股指期货IF先生，他是做股指期货日内交易的，在2014年之前，他的收益基本上每天都是七八千元，非常稳定，而且一张单子，做到这个水平是非常棒的。他采用的就是日内超短这种做法。如果有志于做商品期货，或者金融期货的炒单，想做期指日内交易，就要尽量不看K线。同时，对自己的一些交易模式要做些修改，比如可能要去测顶、测底，对于一些指标，比如布林线等，要研究得比较透彻，将这些指标作为买卖和进出的标准。

### 2. 要学会看分时图

希望大家再去好好看一看第六章有关分时图的内容，把常见的分时图形态，仔细地体会一遍。如果在实战中遇到，最好能抓住一次，或者躲过一次。这样的话，记忆就会更深刻一些。

### 3. 对盘价是重要参考

我想重点讲讲对盘价的问题。

我举个例子。如果盘子上的价位，每一个价位都是比较实的上千张的单子，突然有两笔大买单，直接扫上去，把上千张单子全部扫空了。这时候有两种情况：第一种情况是后续的买单垫上去把买单垫起来了；还有一种情况是后续的买单没有垫上去，买盘的价位是空着的。

那么，作为做交易的人，面对这两种情况，我们怎么应对？如果遇到第一种情况，买单垫上来了，如果做短线的话，可以勇敢地去追一下试试；如果是后一种情况，买盘的价位很空，则不能追。为什么？我举例说明。比如一只股票在10元上有大单，两笔大买单一扫，卖一价已经跑到10.10元了，只要一追，基本上成交在10.07元或者10.08元；如果抛单压下来，股价又回到10.01元对10.03元的时候，这个位置是当成自己买错了平掉呢，还是再等等，看会不会还有两笔抛单继续打漏？这是很难判断的，相当于做了一笔把握不大的交易。可做可不做的时候不应该做。但是在第一种情况下应该去做，下面的买盘很多，随时都可以以一个很好的价位平出来。那么，第一种情况什么时候出现过，大家还有印象吗？国家队救市的时候，是不是天天都是这样？

还有一些对盘价需要记忆。比如10元到10.05元之间是卖一到卖五，那么10.03元被打漏了之后，看到10.08元上面挂了8 000张卖单，这个时候股价可能立刻就下去了，然后等到下一轮再推上来的时候，要记得10.08元上原来是有一个大单子的。这是一种本能。经常这样操作之后自己就会记住的，就会养成自己的交易习惯。为什么要记住呢？因为要去想那8 000张单子到底是被买掉了还是被撤掉了。如果是被买掉的，要马上去看一下，买掉的数量到底是多少，是买了5 000张，撤了3 000张，还是买了1 000张，撤了7 000张，还是买了8 000张，一张也没撤。要去看对盘价和即时成交价格，如果都成交，上面8 000张一晃，10.08元没有了，赶紧往右下角看。在右下角分笔成交明细中，如果有9 000张的成交，那在正常情况下，应该是买掉了，下面买盘垫起来的话，是应该追涨的。但是如果只成交了300张单子，8 000张都不见了，那就是撤了。在这种情况下，要很小心，就算垫单垫起来，也要小心。为什么？因为说不定这8 000张随时一笔就砸下来了。

因为能撤掉8 000张，说明什么？第一，这些单子很整齐，可能是一个人的单子，也可能是听一种命令的单子，不然怎么会都撤了呢？这时，要提防着刚上去之后，这8 000张单子突然出来，又重新砸下去。但是如果成交2 000张之后又撤了，这种情况下它砸下来的概率就比之前要小多了，因为2 000张和300张比起来，代表当时的买盘已经很强，如果这个8 000张的卖盘真想出，可以继续挂在那等着成交。撤单就表示抛售的心理没有那么迫切了，或者想等更好的价位抛售。总之，在当时那个对盘价的情况

下，买入是相对比较安全的。

那么，有没有卖盘故意压着的情况呢？也很常见，有的卖盘就是压着，不仅压着，当这个卖盘被买完后，甚至会在同一个价位继续挂同样数量的卖盘，继续压着。这种情况我们偶尔会在一些个股上看到。碰到这种情况要很小心，如果正巧这只个股之前的走势还有一些典型游资票的特点，那么大概率就是游资在出货。

对盘价有很多内容，没有长期盯盘经验的话，也比较难总结。我现在帮大家总结，只能一边想一边回忆自己遇到过哪些情况，但是我总结再多，也不如大家经过丰富的实战收获的多。

期货的总结就更简单了，它只有一个买卖价，盯着一个买卖价是最简单的做法。现在有的人做期货是看五档行情，而我原来学期货炒单的时候就只有一个价位，盯一个价位比盯五档要省心。比如一个价位向上突破了之后，5 000张打完，上面还有5 000张，那就算了，这肯定上不来了。而且期货有一个特点，凡是大单子一定会被买掉的，比如有个1万张的单子，不管处于哪个价位，过会儿肯定被买掉。问题就在于：在买掉的这个过程中，到底要不要跟着往里冲。

**4.** 后表态

大家一定要学会后表态，而且要体会后表态到底是什么意思。比如2015年国庆节前的那种弱势行情，在下午两点半之前表态就很难受，因为那个时间点经常出现跳水，所以在那种情况下，很多操作应该往后放，不要太早表态。

如果是挂单买卖股票，那这些人根本就不理解什么是后表态。因为后表态的人是很少去挂单的。为什么要挂单呢？要买的话直接对着盘子买就行了，挂单很麻烦的，因为钱可能不够，挂了这个单子，想马上再买还得把挂的那笔单子撤了，这样做既丧失速度，还表态太早。你挂了个跌停板，让人一看就知道你是等着跌停板捡货的，意图被发现。包括猜支撑、猜阻力、提前去挂单，都是有问题的。宁可学会预埋单，或者叫条件单，也不要去挂单。这种说法期货上有，股票上基本没有。什么叫条件单？当这个价格冲破4 000点的时候，我原来的多单自动止盈，或者空单自动止损，这属于后表态，是冲过了之后我再动，而不是说还没冲过我就已经挂好了，它万一冲过去了，明显是一波大趋势，那不是卖早了嘛。

## 三、超短交易的经验

**1.** 学会“痛打落水狗”

痛打落水狗，打完一定要记得跑。我举个例子，两个人打架的时候，我们怎么去选择帮助其中的一个人？一定不是他俩还没打，你就已经站出来了，“我帮你”，结果帮了个弱智；你也不可能等他们打完了，再过来痛打落水狗，人家都已经躺地上不动了，你去踹，得不到最大的实惠。真正好的办法就是让他俩先打，打到一方眼看着不行了，你再来给他一脚。打完一定要记得跑，要小心自己很爽的时候被咬一口。这个问题在股票上不是很严重，但是在商品上，由于带杠杆了，杠杆可能还很大，会抽得你非常难受。

**2.** 重要价位的单子一定要看买掉的速度

举个例子，10元是强阻力位，并且上面放了很多张卖单。正常情况下，到了这里，如果是这么强的阻力位，而且是整数位关口，还是这么大的单子，如果真要突破的话应该是很快的。如果5 000张单子用了两分钟才买掉，那根本就起不来。反之，如果买掉了之后，两分钟都不往上涨，那也没戏。这就是重要价位的单子，一定要看速度，一笔两笔买掉和等两分钟或者三四十秒买掉是截然不同的。

**3.** 该涨不涨应看跌

该涨的时候不涨，有多单一定要小心。比如2001年北京申办奥运会成功，第二天，北京城建等集体高开，但大概10分钟全部收了阴线。这是不是该涨不涨？这其实就是所谓的利好兑现。还有一些是该强的时候不强。比如，今天股票集体反弹，所有的个股，大多数板块都在弹，只有这个板块不弹，那么这个板块就是弱的，后市如果要空的话，就去空这个弱的，这就是买强抛弱。所谓的强和弱，就是这么观察的。

**4.** 加速破位勤止盈

这一点在商品期货里面是一定要注意的。不仅如此，几乎所有带杠杆交易的品种在最后那段加速的时候，一定要学会止盈，不止盈的话，后边的反抽会非常难受。在加速的过程中先丢掉贪婪的想法，不要加仓。大家去翻一翻恒生指数，2015年7月8日和9日那两天的走势，加速破位暴跌，敢往上加空吗？加完了，第二天弹1 000点，直接就被打爆了。所以，最后一段加速破位的时候，一定要学会止盈。

要理解最后那段加速破位是怎么形成的，是以增仓的方式形成的，还是以

砍仓的方式形成的？如果是以砍仓的方式形成的，后边一定是巨幅的反抽，因为对手盘都没了，怎么还会再往一个方向去呢？如果是以增仓的方式形成的，可以再等等，但是这个位置加速还有人敢增仓，也要小心，对手也不都是傻子。在这种情况下，是散户抄底的多，还是真正有实力的资金，或者产业资本，或者现货商在进来抄底？在大扩仓的情况下，一定是后者的概率更大。

凡是大加速都要小心，尤其是当波动率异常大的时候，想想我们国内的商品期货2015年7月8日那天出现过什么情况？当天跌停，晚上开盘都已经扩板了，继续跌停，这是不是在加速破位？所以空单一定要先溜，哪怕先溜一部分都好。

有一个朋友问：为什么是止盈？如果做空的话，那就是止盈，如果是止损的话，就不应该等到加速破位的时候才止损，一定要在刚刚破位还没加速的时候就止损。一定要放弃2008年的那种想法，因为那时正赶上金融危机，现在有金融危机吗？概率是比较低的。而且，就算2008年遇到那种行情，也不存在3板止盈之后再也进不去了的情况。比如铜，我全程参与的，第三个板打开之后，还有机会再空的。然后，空下去之后又是两连板，后边又反抽上去，第二次跌停打开的位置，想空多少都有，那个位置应该是3.8万元或者3.9万元，后来跌到3万元。

当然，不是说加速之后一定会有反抽，而是大概率会有反抽，如果做非杠杆交易，比如股票，这种情况就很少见。那么，有没有V型？也有。比如暴跌的个股连续跌停板，突然有一天暴量抽起来，弹20%或者30%也正常；有些个股暴涨了50%，直接摔下来再跌个20%，也很常见。期货反抽很多，个股反抽相对比较少，因为它们的波动幅度、节奏，还是比期货要慢。但是类似特力A这类股票，完全是被操纵的，它们怎么抽都有理。所以股票也好，商品的某些品种也好，当出现同方向爆量加速的时候，我们一方面在享受这个上涨，另外一方面也要有比较清醒的头脑。我在第四章跟大家谈过，养单子我们是养在好的成本位置上，而不是把单子养在这种加速的位置上。因为在这种加速的位置上，一旦碰到幅度比较大的反抽，浮盈加仓全部亏光。

### 5. 均线附近可操作

为什么在均线附近做操作？如果上涨回档均线附近稳住，那可能买点就在这儿；如果破均线之后，又从均线下面往均线上翻头，没翻过去，那可以在均线这个位置把它卖了。所以，均线附近给我们的一些提示是比较关键的，因为大多数做技术的人都是看着它在做，所以在均线附近要多操作一些。

比如际华集团，不知道有谁在2015年国庆节前关注过这只股票，看看它的K线图，其实就是在所有均线全部黏住的那个位置，爆了一个涨停板出来。我当时就跟我的学生说，我国庆节前就在看，还想着国庆节之后要做，结果事太多了，看到的时候它都已经涨停板了，自己根本就没做上。当时，这个图形其实就是在均线上。所以，一定要学会在均线附近的一些操作。我自己的经验是：我大部分成功的操作，基本上都是在均线附近的，不管是做多还是做空。

**6.** 耐心等待好时机

一定要学会耐心等待，可做可不做的时候不做。不管做什么样的交易，我们都是一个猎人，这个猎人绝对不是拿着冲锋枪在森林里面来回扫射。我们只需要趴在地上，有兔子蹦起来，“嘣”的一枪，打死拎回家，第二天继续趴在那儿就行了。为什么？因为拎着枪到处找是找不着猎物的，基本上就是捡芝麻丢西瓜，捡小西瓜丢大西瓜。久而久之，整个人会找不着节奏，失望的情绪又比较大，最后就不会做交易了。

**7.** 对惯性的认识和利用

什么叫惯性？惯性就是保持原来的力量。在股票市场上，这个惯性其实是一些资金作用导致的，大量的资金追进来，都会有一个惯性上涨，这种惯性来自短线客的追涨杀跌，也就是所谓的情绪。要学会利用这种惯性。比如早盘很迅速地追涨停板，那么这个涨停板一定是越陡越好，但是相应地，越陡抓住它的概率就越低。这里有一个矛盾的地方就是，大家既希望抓到那种最陡的急速上冲的，又希望自己交易的难度低一点。对于惯性，我们需要更好地去认识。

我的经验是：如果分时图上是以低于30度的固定斜率往上推的，基本上都没有太大的参与价值，甚至可以认为是假的，因为这个节奏有点不太对。什么样的节奏更好？第一波的角度小，比如涨幅3%，这一波是以30度的角度上来的，然后下去之后，到了均线上就稳住了，然后第二波以45度的角度起来，第三波以60度的角度起来，这种是最好的图形。这种股票非常好做，其实就是惯性在逐渐增大。这里的角度怎么看？看一天的分时图，白线跟零轴的角度用眼睛大概扫一下，不用量。把握一个原理：角度越来越大最好，而不是相反。如果第一波涨60%，第二波涨45%，第三波涨30%，这种情况在分钟线上说不定已经是顶背离了，角度越来越小，波峰一波比一波平，这其实是圆弧顶的表现。

## 四、日K核心

隔夜短线就是所谓的日K，里面有三个核心问题：明确买卖依据，提前规划交易，按照计划执行。这其实就是事前规划、事中执行、事后恢复。这个恢复既包括心情，也包括资金管理，就不多说了。下面，我重点说说周期的问题。

# 第三节 周期

## 一、周期理论

我在第四章曾简单地谈到过周期，但是没有详细展开，只是跟大家讲：所谓的顺大势、逆小势是周期的问题，这个“大”和“小”是周期的。常规对于周期的理解是：做两个周期，顺大势就是顺长周期的，逆小势就是逆小周期。这些知识，我从2006年、2007年就开始在用，2009年之后在商品期货上用得更多一点，但是一直到了2012年、2013年的时候，我认为它是不足的，没有把整个周期的框架讲透。

## 二、周期框架

**1.** 周期分类

我把周期分为三类，而不是两类：一个大周期，一个中周期，一个小周期。

**2.** 周期选择

在交易的时候，我们要选哪些是可操作的？第一个就是要选大、小周期形态相同的。大周期向上，小周期也向上，这个时候我才去做；同时，我们要去逆中周期。简单的记忆方法就是：大小同涨跌，中期猜底顶。

**3.** 逆中周期

大小周期如果都是涨的，中周期下来，就要关注，等它调整到位，如果是个底部，就是短线的最佳切入点。反过来，大小周期都是跌的，那么中周期在顶部往下的时候，可能就是做空的。

**4.** 周期划分

周期的划分以均倍数为宜。什么叫均倍数？就是小周期和中周期是几倍时

间，那么中周期和长周期应该也是几倍时间。不能说小周期是1分钟的，中周期是15分钟的，长周期是1小时的，这样不对。15分钟是1分钟的15倍，1小时是15分钟的4倍，这两个周期的倍数不一样，这样度量一定是有问题的，度量周期的倍数要统一。

## 三、周期共振

### 1. 周期设定

关于周期的设定，我的做法是什么呢？如果做稍微长一点的，比如我现在讲到的日K线级别的短线交易，那么我自己的做法是小时线、日K线和周K线。为什么这么做？小时线到日K线是4倍，日K线到周K线是5倍，差得不太多，是可以的。如果能够设一个4天的K线图的话，那就更好了，但实际上这种操作不可行。但外盘是可以这么设的，外盘的商品一天几乎交易23个小时，是可以的。如果长周期都是半小时以内的，基本上是日内交易级别的，日内交易级别可以很短。

### 2. 周期共振

举个例子，大家可以查看2015年3月9日，上证指数结束盘整，突破那天的情况：长周期在周K线上明显是长趋势没走完，在高位强势整理；在短周期的小时线上，在当天下午2点钟的时候，一根中阳线直接起来；第二天，又是一根小时级别的中阳线起来；而在日K线上，它刚好回调到了20天和30天均线黏住的位置，这就是特别好的一个日K线级别的买点。为什么这么讲？主要有三点原因：第一，长周期往上，周K线是大涨趋势，因为周K线是从2014年11月末一直涨到了春节前，春节后周K线是在做高位盘整，明显没坏；第二，短周期的小时线在爆量突破，明显也是在涨，是在突破；第三，中周期的日K线，刚好到了一个支撑位的相对底部，这属于共振类的买点。

### 3. 共振买点

共振买点，如果在个股上出现，会有更强烈的共振效果出来，但是看指数可能更清晰一点。因为有很多股票，它从小周期到中周期的传导可能是比较快的，大势从小周期到中周期的传导都是有一个过程的。这也是为什么我做了很久的交易之后，自己不太愿意再去做个股，即便做个股，也是以别的方式去参与的原因。我希望自己这么多年交易经验形成的东西，能用在一个更稳定的系统内。对于指数来讲，它的稳定性要比个股强很多，所以我宁可去做期指。虽然稳定一般都意味着低收益，但是期指带杠杆，我

可以把低收益自如地放成高收益，这样既享受了稳定性，同时又能够进行资产控制。很多人问我：你怎么不去做个股，你为什么不选？我不去做就是这个原因。大家如果要研究周期间隔套利的话，还是应该从指数入手，因为指数的共性特征可能会更强一点。大家也可以用我这样的方式去进行指数的判断。

## 四、周期的运用

### 1. 大小同涨（跌），中期均线企稳（压制）——做多（空）信号

以三个周期都是往上跑为例。大周期在涨，小周期也在涨，我们要在中周期回踩的时候去做买点，介入以后，中周期回踩完了之后，也开始朝上。这就是我们享受利润的那一段，这一段是最好的。

所以，一定要从大小同趋势，中期逆趋势介入；到三者同趋势的时候，拿住单子。这个时候是主趋势，是共振起来了。这个时候一定要拿死，千万不要出去。等到小周期变坏，大小逆向的（所有逆向一定是在小周期先发生的，不可能在中周期和长周期先发生）的时候，一定要警惕，观察会不会因为小周期出现拐点而传导到中周期，如果有传导，先出来。大家一定要明白这一点。

### 2. 大小逆向，耐心等待

当我们看到大小周期是逆向的时候，一定要先等等，等大小周期同向。大小周期同向有两种可能。一种是小周期重新回归。小周期变化的速度比较快，等它重新回到和大周期相同的方向上，我们再去等中周期逆向。还有一种情况，小周期下来了，中周期也下来了，慢慢地大周期也下来了。这是什么？这不就是另外一个方向又开始了吗？如果可以做空的话，小的可以空，大的也可以空，然后找机会在一个中周期的高点去空。如果持有的话，当看到小周期已经朝下，中周期被传导的时候，要走；或者是到了某一个度量指标该出场的时候，也是要走的。

小周期走坏很常见，关键是小周期走坏会不会传导到中周期。小周期走坏，中周期开始背离，这就是传导了，如果小周期走坏，中周期还很健康，在往上走，那还能够再坚持坚持。我们不需要提前做预判，中周期就是日K，只要走坏，设个标准，比如跌破了某个价位，或者回吐涨幅的5%，浮动止盈跟上，那就该溜了。

### 3. 大小同涨（跌），中期顶（底）背离，持有多（空）但不追

大小周期同涨，中周期是顶背离，意味着什么？意味着有可能短线的某一个趋势，已经濒临中周期的转折点。在实战中，这个时候有可能会出现中周期比小周期先调整，但更大的概率是中周期的这个背离是假的，小周期会忽然再来一下。所以这个时候，我给的办法就是持有，但是绝对不追了，赢利肯定不加仓了，这是其一；其二，浮动止盈一定要跟上去，因为这个时候一旦中周期顶背离成功，这种调整幅度是很深的。为什么在交易框架上，我先跟大家讲设定止损，再跟大家讲浮动止盈？就是为了避免这种情况。

所以，在三周期理论中，大周期是我们用来对整个行情定性的，中周期和小周期是指导我们操作的。我们主要的操作依据实际上是在大、中、小三周期的相互关系上。可以做的一共就这三种情况，剩余的情况基本上都不做。实践中，大家可以把各个周期框架的图形找出来，对比着指数仔细看大、中、小周期到底什么样子的、该怎么做。请大家务必理解顺大势、逆小势，这是短线交易的精髓。

## 五、周期的传导

### 1. 大小同周期向大小逆周期传导

所谓传导，就是大小同周期向大小逆周期过渡。从同周期到逆周期总会有一个变化过程，一般来讲不会大周期先动，肯定是小周期更敏感一些。

当小周期动的时候，比如小周期在高点背离，然后跌破某一个重要的均线位置，支撑跌破了，短周期的形态坏了。坏了之后，我们这时要看中周期，中周期刚开始是没有什么太大反应的，在中周期上可能就是一根上影线，所有的指标都是往上走的。但是过了一会儿，比如又过了3个小时或者4个小时，中周期上也开始出现一些背离形态，这就是我说的传导。这种周期的传导，如果是从小周期到中周期到大周期全部被传导了，就是趋势反转了。这个转势杀伤力也许会很大，而且这个转势的时间会比较长。

大家可以看一下上证指数在2007年11月摸顶的形态，那是非常典型的传导，最终形态彻底坏掉。在我印象里，是先跌到了5 000点，短周期彻底坏了，又抽上去几天，然后，2008年3月再杀下来。那个时候，是三个周期全部往下，直接歇了。2015年5月的情况也差不多：5月28日，小周期先坏掉，中周期一直在顶部做圆弧顶，大周期还没动。最终，大周期真正破位是在什么时候？大家可以去看周K线，大周期真正破位是在6月的第3周，就是交易所出来说“这是正常调整”的时候。那个时候其实已经破位了，当时的周K线已经坏了。

**2.** 中周期被小周期传导

三个周期都被传导了之后，全部逆向了，这时应该勇敢去做空。在多数时候，如果我们做空，其实不用特别介意去逆中周期的势，中周期的势很难逆，因为恐惧的释放非常快。我们可以在上涨的过程中，逆中周期一点点地买。因为涨的时候总是有节奏感，一波涨，又一波涨，再一波涨；但是杀跌的时候，破位是非常快的，像闪电。

所以做空的时候，更像在做左侧。比如说，小周期、中周期、大周期本来都是往上走的，过了一阵子小周期往下，再过一阵子中周期往下，大周期还没有往下破位，我可能都已经想要进去了。当然有的时候也会吃苦头，因为后边可能会再被扯出来，美股就曾出现过这样的情况：它本来是三周期全部向下了，结果一天小周期回来，到了第三天中周期也回来了。

破位的标准跟自己的设定有关系，怎么设都行，其实真正的破位，画根趋势线就行了，如果能用对数坐标的话更好一点。如果整个均线形态全部都坏了，比如一根K线已经把所有的均线全部打穿了，那一定是破位；如果是震荡，回调到某一个趋势线上就继续回来，并且反复这样，这属于没走坏的。

# 第四节 短线和宏观

## 一、情绪的扩散

做短线的时候，我们更多是通过观察宏观，理解整个情绪的扩散情况。

**1.** 宏观引发的市场情绪反映在技术层面怎么度量

这一点在第八章讲背离和K线形态的时候重点讲。比如宏观引起的市场情绪高涨，会高涨到什么程度？是让投资者们兴奋、亢奋、疯狂、痴狂，还是低落、消极、绝望？对此，可能有很多种度量的方法，比如，我是用背离来度量的，当然你也可以用KDJ、MACD，可以用多种多样的数学方式去度量它，但是要理解，在技术图形层面，度量的标准是什么。

**2.** 宏观引起的热点发散

什么叫热点发散？举个例子，在上海本地股中，突然有一天，迪士尼板块集体起来了，第二天，在迪士尼板块维持强势的时候，商业板块也起来了，这说明什么呢？说明整个市场的情绪是在扩散的，而不是消退。

### 3. 逻辑扩散

迪士尼的概念起来了，迪士尼总要建吧，于是基建类的股票会先起来；第二类是周边地产类的股票，谁周边有地，谁就占便宜；迪士尼开园对于上海的哪些行业最有利，肯定是旅游商业；游客来了，不可能只去迪士尼玩，别的地方不去了，全上海的商业，比如徐家汇、上海九百、豫园商城，这些股票都在涨；然后是轨道交通类的股票。这其实是热点在发散，当然发散是有极限的，故事讲到一定程度就不能再讲。这个时候你会发现，市场热点发散到一定程度，前期的一些龙头个股开始做热点切换，如果龙头个股的切换速度越来越快，板块的发散越来越快，你要小心了。为什么？因为这轮行情快到头了。

我们要去感受热点发散，但不是每一个热点都去做，那样经常会捡了芝麻丢了西瓜。我们也不去追求那样，做到80分就可以了。

### 4. 学会拥抱题材股

很多朋友很抗拒题材股。千万不要抗拒，尤其做短线，一定要学会拥抱题材股。“这是一个基于谎言的游戏，我们要假装相信了这个谎言去参与它，并且在这个谎言破灭之前抽身而走。”我认为这句话放在题材股上太合适了。

一个题材，一个概念，我们要跟着一起去讲故事。我们要去做那个讲故事的人，但千万不要讲着讲着自己相信了，要去给别人洗脑，不要被别人洗脑，这其实就是做市场情绪。当市场情绪起来的时候，我们要敏锐地意识到这是情绪的作用，然后冲进去享受情绪的高涨，在情绪高涨该宣泄的时候离开，走之后市场跌到什么样子，跟我们没关系。一定要用这样的方式去参与题材股。千万不要在短线操作上认死理，认为这个题材还没有表现，正在表现，还没有表现完，这基本上已经错了。一定是还没表现，我们在等；正在表现，我们随时准备溜；表现得差不多了，我们撤了。别人喊着还没表现，还没表现完，那你卖给他们就行了。

我自己的经验是：想要学会这些宏观上的东西，需要的知识会更多。这就是为什么我带学生，刚开始的时候都是先从短线切入，因为短线不需要特别多的知识和经验积累，是比较容易学的。但是做宏观、中长线的波段，需要积累的知识就会很多，而且最怕的还是没有积累到足够的知识，就自认为已经懂了。这个时候其实是似是而非的状态，做中长线往往会赔大钱。我身边有很多这样的例子，自认为把某个行业的股票研究透了，挣到了好大一笔钱，就觉得这个模式可以无限推广。可能下一笔就是一个异常失败的投资。因为很难说这次中长线投资是基于运气还是基于正确的方

法。

短线就比较简单，可以把复杂的问题简单化，简单事情重复做，反复操作，但是中长线就比较难。尤其是做长线，首先要对产业很了解，其次要对宏观考虑得比较多，再次要对公司，甚至公司管理层的情况都很了解，这其中可能就有一些我们能力达不到的地方。

## 二、情绪的技术度量

关于情绪度量，主要讲以下四种方法。

### 1. 波动率的度量

当波动率变得很离谱的时候，情绪一定是到了一个需要释放的当口。或者说波动率从正常往离谱去的过程，就是情绪在释放的过程。波动率指标比较简单的算法，就是用最高价减去最低价，股票软件上有日内振幅。那么，对于指数的波动率我们怎么去测算？用期权，期权一目了然。

### 2. MACD背离

第二种方法是我比较爱用的。在长周期里面，我用MACD的背离。注意，我说的是长周期。很多朋友跟我说，1分钟的MACD背离了，怎么老不发生作用？1分钟离谱了点，不往闪电图上用已经很给我面子了。

MACD背离，最准的其实是周K线、日K线。看到周K线的MACD顶背离，我是撒丫子就走。这就是我孜孜不倦地去空标普的原因，看看标普的形态，2 100点上的标普就是周K线的顶背离，所以我敢在2 100点附近去大量地空标普，但是它杀下来之后又弹起来不少，这里边也会有一些操作技巧的问题。但是在大方向上，我认为没什么错，除非它把这个周K线的顶背离重新打破，变成周K线不再是顶背离，或者用另外一次背离去超越它，那么我可能觉得这个跌势进行不下去了。但是从当时的情况来看，长达3个月的周K线的顶背离，不可能特别快地结束。

### 3. KDJ钝化

KDJ的钝化，我们经常会看到，尤其是KDJ指标的参数设置得特别短。我以前用得多，最近用得少，因为这个钝化在个股上不是很好用，在指数上用MACD可能更适合。

**4. K线形态**

K线形态，我们留到第八章再详细讲。

我们为什么去度量情绪？大家情绪很高的时候，股票是不是该涨？这是很显然的。情绪非常高，应该涨。但是它为什么不涨？该涨不涨，可能就是在从强转弱。

## 三、短线交易应当避免的问题

我列了三个在短线交易里面应当避免的问题。这三个问题中，我认为最关键的是第三点，一定要管住手。

**1.** 买卖点中途半端

中途半端是什么？比如某只股票，突破位置是10.25元，支撑位置是10元，结果10.15元就买了，这就属于中途半端。要么买突破点，要么买支撑位，买突破点是因为我觉得这个突破是有效的，买支撑位是因为我觉得这个支撑是有效的，买点都很清晰，但是买在中间，既不是突破位又不是支撑位，这就属于中途半端，这种买卖点绝对不要去设。很多短线做得不好的人，主要问题就在这里。我看那些阿姨们买股票，突破了不追，觉得突破了价格高；股价跌下来到支撑位了，也不敢买，觉得有可能破位；等到价格从支撑位上弹起来一点，她们就冲进去了；冲进去之后，价格突破不了，拐头往下，她们也不知道该怎么办了。所以，不要这么干，绝对不要做中途半端的事情，一定要清晰。对于买卖点中途半端的问题，如果大家理解了我上面说的话，一定能够避免。

**2.** 了结点不明确

大家只要掌握了浮动止盈和硬性止损这两个技巧，了结点不明确就可以避免。

**3.** 管住自己的手

关键是第三点，可做可不做的交易不要做，太随意的交易不要做。一定要好好地理解第三点，管住自己的手。

## 四、短线交易训练

### 1. 模拟盘起步

模拟盘无法带来实战的紧张感，刚开始做模拟是有意义的，但是再往后意义就不大了。只要在模拟上开始稳定赢利了，马上就要把模拟放开。不光要把模拟放开，在学短线交易的时候，还要时刻让自己保持一种兴奋的状态。即使手心出汗，晚上睡得也很踏实，或者说不影响你谈话的情绪。比如别人叫你吃饭，你就开心地去吃饭。

### 2. 实盘加量

一旦实盘适应了某一个资金量，要继续加量。比如实盘是做10万元的，做了两个月之后稳定赢利了，又过了两个月之后，手心已经不出汗，心情也不兴奋了，这时怎么办？上量，再上20万元的量，一直上到手心继续出汗为止，这样的话就一点点把自己的潜力激发出来了。当然，也可以不以出汗为标准，比如心跳比较快啊，或者别的度量方法，都可以用。

### 3. 从控制成功率开始

想学短线有两种方式。

第一种方式是，一开始就大量地做，然后不断地提升成功率，这是成本很高的一种做法，而且会极大地摧残自信心。如果用这种方式都能练出来，说明你很厉害。

第二种方式是，先练质量，再加数量。这一种是我主张的。先练质量，有把握再出手，哪怕刚开始每天做的笔数少一点，一定要在保证质量的情况下，逐渐提升数量。保证质量，把成功率放在第一位。刚开始学的时候，可能成功率能到七成，然后在逐渐提升数量的时候，成功率也会逐渐下滑，接着再稳定到某一个成功率上。采用这种方法的好处是：第一，省钱；第二，对培养自信心很有帮助。刚上来成功率很高，你就会有兴趣，不会感觉很受挫，很气馁。因为人毕竟不是机器，就像我，觉得自己的心态已经很好了，但是也会在连着三次做错的情况下不想做了。即便现在，碰到这种情况，我可能站起来开车就走了。

本章小结

## 控制亏损，利润自来

一定要从保证成功率开始，然后要学会控制亏损。大家一定要理解，做这行，不亏钱就是挣钱。只要不亏钱，挣钱就快了。很多人经常说：控制亏损，让利润奔跑。其实，后一句都不用要，只要控制住了亏损，把亏损降到零，利润自然就来了。如果你从亏损做到停止亏损，基本上就已经入门了。从开始有盈利到稳定获得盈利，再到知道什么机会该怎么出手，你就已经能在这个市场中养活自己，甚至养活家人，过上很体面的生活。

如果能够再高级一点，比如怎么从人的心理上去理解这个市场，从市场群体性的反应上去顺应这个市场，你就能享受在把人群赶来赶去这个过程中的盈利。这是另外一个阶段，这个阶段我也很期待，也在摸索。我只能说，这行其实是没有终点的，我们可能会经历一个螺旋的过程。我不知道大家有没有学过下棋或者打牌。我当时学打桥牌的时候，就非常明显地感觉到这种螺旋上涨。有一段时间，我的牌打得非常好，过了一阵子，突然间，我就像是完全不会打一样，但是再过一阵子，这层窗户纸捅破之后，马上又长牌了。其实，我们做交易也是这样，刚开始这阵子很顺手，你做得非常舒服，过一阵子之后怎么做都别扭，这往往是因为做得太多，少了一些总结，只要有人稍微点拨一下，或者你自己悟出来一点东西，一调整，过了这个瓶颈期，后边又是康庄大道。万事万物都是相通的，做交易也是这样。

# 第八章

# 如何看K线和实战

## 第一节 K线研究的重点

周期和K线形态的组合是所有交易者需要密切关注的。不管做短线、超短、中线、还是长线，只要在意介入的价位，都应该把K线形态和周期理解透彻，把它们结合在一起。

K线起源于日本，最早被商人用于预测米价的涨跌，又叫蜡烛图。如果大家玩光荣公司《太阁立志传》游戏，那里边就有主角去卖米。K线理论、道氏理论和技术分析理论，基本上形成于一个框架。

图8-1是上证指数的K线图。在K线形态上，我们关注的是什么？以往所有股票类教科书给大家的答案都是：我们应该关注“红三兵”“乌云盖顶”“探底针”等。我不这么理解。我认为我们研究K线形态，主要是研究以下三种关系。




**图8-1 K线形态图**

## 一、高低点的位置

关于高低点的位置，或者说是高低点的关系，我们要的是那个趋势通道到底是什么样子的。是高点变高、低点变低，还是高点变低、低点变高？或是高点变高，低点也变高？或是高点变低，低点不低？这是研究K线形态的首要问题。

## 二、均线和K线形态的关系

K线究竟是在均线上，还是在均线下？均线是顺着K线在发散，还是和K线相反的？比如图8-1，上证5 178点之后的第四天就是一根大阴线，把所有均线位置全部打穿。这是研究K线形态的第二个问题。

## 三、K线形态和周期之间的关系

小周期是什么形态？大周期是什么形态？我们怎么去套用大小周期？怎么去判断这个位置大概率应该是往上还是往下？或者大概率市场情绪是往哪个方向走？这是研究K线形态的第三个问题。

## 四、具体研究K线组合没有意义

具体研究K线组合是没有意义的。因为所有K线组合，都有发生的偶然性，这种偶然性有点类似于独立随机事件。比如基金建仓，如果交易员拿到的交易指令单是，允许买入价很高而且买入量特别大，那它的走势就是快速极限走势，跟游资拉板是一模一样的。你完全无法去判断这个形态后面是什么样的，因为它完全是随机的。

包括红三兵这种形态，也许是基金在买，等基金陆续买完之后，如果没有别的资金进来，那股价也许就下去了。如果买完了之后，还有别的基金也过来调研，比如30家基金公司来了45个研究员，最后报告一出来，股价肯定直接飞了。所以，各种形态都没有必然性，研究单个的形态，或者几个形态放在一起，就预测后面会怎么走，这种准确率是很低的。

我们研究K线形态，主要是研究我所说的三大关系。不光要理解它们各自形成的原因，对于一些非常典型的图形，也要强化记忆。比如和我的学生相比，我现在做短线完全做不过他们，但是我有一点比他们强，有些形态我印象深刻。有些图我一看，哎呀不对，以前吃过亏，就知道该怎么做了。

# 第二节 常见K线形态

## 一、收敛形态

### （一）收敛形态的基本特征

我们先看K线形态里面最常见的收敛形态，参见图8-2。这是上证指数到达3 478点之后4个月的走势，把它的各个高点连成一条线是一个明显的下降通道线（压力线），把它的低点连成一条线是一个上升的通道线（支撑线）。换言之，它的形态特点是高点逐渐变低，低点逐渐抬高，最终像一个喇叭口一样收窄。这种形态收敛到一定程度，到达端口后，大概率都会选择一个方向。

### （二）收敛形态的特点

收敛形态有以下五个特点。




图8-2 收敛形态图

第一，高点越来越低，低点越来越高。

第二，收敛尾部幅度越来越小。收敛区间高低点幅度越来越小，交易已经不能在里面很顺畅地进行，所以应该不做。比如图8-2，这种形态可能已经过了一大半，在这个位置，我意识到这是一个大收敛形态，那么这个时

候就不应该再操作了。实际上，我们做短线也会遇到这样的问题。比如某一只股票，我低位买了，然后高位卖了，它往下没回调到原来的低点位置，我又买了，然后它又起来，但是已经涨不高，我又把它停掉了。这样做3次之后，它调整的幅度越来越窄，每次的利润越来越少，这个时候，风险收益比已经不划算，这个区间已经不具备操作意义了。

第三，收敛的尾部通常都是突破的形态。几乎所有的收敛形态，不管是短周期还是长周期的，最终在尾部被夹死的时候，都是一轮酣畅淋漓的突破。这种突破也许会往上，也许会往下。如果在相对高位，那往下的概率就大；如果在相对低位，那往上的概率就大。

第四，突破的力度和收敛的时间成正比。收敛的时间越长，突破的力度越大。如果是突一下又回抽上来，把整个趋势线打宽，然后再收敛，这是极品。将来出方向的时候，这种情况会特别凶，短期就会给你带来非常大的利润。

第五，收敛形态和临近合约收敛的区别合约。临近走成这种形态要注意，因为它要收敛到交割结算价，这和整个技术形态的意义是有区别的。

（三）收敛形态的操作经验

大家对收敛形态一定要很敏感。比如，我现在看到收敛形态的时候，都要注意两点：第一，要明确，这将来或许有机会；第二，看看高点低点区间大不大。比如，开始波动幅度是30%，中间波动幅度是15%，后边的波动幅度是10%，现在波动幅度只有2%或1%，已经明显被夹住了。这个时候，如果这种情况已经持续了半年多或一年，那么后边一定是波澜壮阔的大行情。这个时候，我们关注什么呢？

我的经验如下。

第一，如果是在相对高位，市场很狂热的时候，要密切关注着变盘。如果是市场行情很火热，价格比较贵的时候，有可能就会暴跌。

第二，如果是在相对低位，比如2014年年初的时候，上证指数的日K逐渐收敛，绝对价位比较低，市盈率也比较低，此时通常会出现非常强的上涨。

第三，如果你是做商品的，这个时候你要随时准备，两个方向都要追进去。

第四，如果你是做套利的，当某一个比价或者价差很离谱，而依赖于这个比价或者价差的几个主打因素的品种，都出现这种形态的时候，这是一个

千载难逢的套利机会。一定要学会在这个位置去介入。

举个例子，很多人做豆油和棕榈油的套利，在豆棕价差只有700点时，这么低的价差，就应该是油脂类的价格相对便宜的时候，同时又出现低点在抬高，高点在下压的情况，这时，明显压制趋势线走到了尽头，价差还只有这么小，那么这个时候其实应该去做价差的扩大。

（四）类收敛形态

**1.** 类收敛形态的基本特征

第二种比较常见的K线形态是类收敛形态。收敛形态是高点变低，低点抬高，同时做夹板，比如图8-3这种形态，低点没怎么抬高，只略有一些抬高，但是高点在往下压，最终形成类似于圆弧形的一个底部。




图**8-3** 类收敛形态图

这种圆弧形的底部形态是很难得的。最经典的圆弧底形态，从日K级别上看，应该是2005年跌破998点的那一下。后来比较经典的是2014年的二三月，杀破了2 000点，当时的形态就是这个样子。

**2.** 类收敛形态原理

这种类收敛形态，它在底部是圆弧底，在顶部就是圆弧顶。圆弧顶的杀伤

力也是比较大的，它们形成的原理都是一样的。那么，为什么跌到这个位置就不下去了？因为到这个位置之后买盘上来了，但是没有主动做多的力量，只有逢低做多的力量。圆弧顶则相反，是没有主动的力量砸，但是只要你上来，我就想被动地给你，抛单力量并不小，只不过没有主动。为什么圆弧底会涨得很凶？那是因为一旦发现趋势扭转，整个市场预期扭转的时候，大家从原先的逢低买，变成了追着买，这样走势就会很凌厉地起来。

这跟刚才高低点夹板收敛（参见图8-2）形态是一模一样的思路。高低点夹板是怎么形成的呢？主动性的抛单不多，主动性的买单也不多，逐渐地，主动性的抛单和买单越来越少。那最后变成什么了？大家对这个交易价格都比较认可，对这个交易价格没有过多反应，这就说明大家在后期会对这个交易价格产生分歧。当产生分歧时，一定会有一波大行情：这个分歧如果是多头错了，那就是往下暴跌；如果是空头错了，那就是往上暴涨。

在商品期货里头，圆弧底会贴水升水，但这种却不一定。但是如果在圆弧底部伴随着升贴水急剧的结构性变化，那么我们通常认为这个圆弧底还不是特别稳定，可能还会持续一段时间，但是它肯定是在夯实底部。

**3.** 底部形态的特点

（1）低点大体相当

这就是我说的乒乓球特点，因为地板是恒定的，跌到这个位置就会弹起来。为什么？因为有一些逢低的买单，它认为到这个位置自己应该去介入。一般来讲，这些逢低的买单，实际上都是长线交易者，或者说是产业交易者，他们觉得这个位置已经到了他们的心理价位，所以会呈现出一种低点大体相当的情况。

（2）均线系统相对稳定

参见图8-3，整个均线系统刚开始震荡比较大，因为乒乓球刚刚从高处摔下来，量能还没有释放完毕，交易上大家的情绪没有消退，杀跌和反弹幅度都较大。但是一旦慢慢稳定下来，整个均线系统的波幅就不宽了。相应地，在MACD上，绿柱和红柱的绝对长度就没那么长。一般来说圆弧底部是没有什么量的，最中间位置的量会越来越缩，在这个位置，主动性的抛单少，买单也少，一直缩量。

大家可以思考一下，为什么会出现这种情况？

原理已经给大家解释了，大家可以好好地再去想一想这个逻辑。从形态上看，乒乓球从高位跌到地板上，不断弹起来，再跌到地板上。从交易原理上讲，就是有一些长线的资金在这个位置开始尝试性买入。

那么，这种底部形态会不会因为一次杀跌或者外力，往下再杀一波？当然有可能。很多时候，我们遇到的一些底部，当均线压过来的时候，它没有在均线上下反复的话，会被均线重新拍回去，那一下也跌得非常凶。如果有兴趣的话，大家可以看一下焦炭和焦煤的图形。当焦炭从2 000点跌到1 100点的时候，大家都觉得差不多了，焦炭在1 100点爬了相当长一段时间，很像一个圆弧底，结果没有起来，均线压下来的时候直接被拍回去，一下跌到800多点。所以，形态没有一定之规。只能说在这种位置，当均线系统和趋势的高低点变成这样的时候，我们在这个位置去买，风险收益比大概率可能更好一些。

**4.** 顶部形态的特点

大盘的圆弧顶是比较少见的。如果在个股上的话，可能看到的就是平台，然后掉崖。如果是指数的话，多重顶的形态会更多一点。其实，大多数的日K多重顶切到周K线上，你会发现有可能是圆弧顶。其实顶部形态，就是底部形态倒了过来，最终也是被夹板夹住了之后没地方去，啪一下跌了下来。这跟我们情绪的消退是有密切关系的。从我做交易的经验来看，跌势比涨势要凶。

很多人觉得中国的股市是疯牛慢熊。但是对于大部分的商品和杠杆类交易品种而言，它们的走势都是涨的时候很慢，跌的时候非常快。2015年股市的闪电熊就是这样。

为什么会出现这种情况呢？

我自己想过这个问题，人性有两大弱点：贪婪和恐惧。贪婪的消退可能需要时间，但是恐惧的产生会特别迅速，而且恐惧的传染性特别强。这在做杠杆品种时是非常明显的。在我们的股市中，2015年也动辄出现千股跌停。

（五）收敛的含义

**1.** 交易因为价格不认可而产生

我认为研究K线形态，最关键的就是研究收敛。那么，收敛的含义是什么？这个问题其实依赖于最基本的一个问题：为什么会产生交易？因为大

家对这个价格不认可。那么，收敛就是大家从不认可变成逐渐认可，当认可的人越来越多，不认可的人越来越少，这个价格其实就已经到了收敛的极限。

**2.** 价格的波动同预期转折一致

整个价格的波动跟我们的预期转折是一致的。我说过：事实不重要，真相也不重要，预期才重要，预期的转折更重要。我在前面举过一个例子：你的孩子学习成绩很差，每次都考全班最后一名，这次回来跟你说考了全班倒数第二名，你是不是挺高兴的？那他为什么考倒数第二？因为有一个孩子交了白卷。这个时候，你可能马上就不兴奋了，其实孩子还是那个水平，只不过我们的预期在来回地转折。

那么，收敛到极致之后，当大多数人都对这个价位比较认可的时候，以后对价格不认可的人就越来越多了，这样的话转折一下就出来了。这就是价格波动往往在收敛末端形成的主要原因。

**3.** 收敛的过程和力量对比变化

这其中还有力量的对比会出现一些问题。比如整个的买卖力量，高点变低就说明做多力量在变小，低点变高又说明做空力量在变小，这实际上说明整个收敛的过程就是大家对交易价格趋于一致的过程，是买卖力量逐渐减弱的过程。当这个力量变化的幅度收窄到极致，那么就意味着，价格的暂时认同性已经达到了最大，但实际上这个时候往往是最脆弱的一种平衡。

**4.** 平衡的打破

一种情况是，一个突发事件直接击穿某一边的脆弱信心，比如，2014年的降息把平衡完全打破了，大家跑步进场。

还有一种情况是，我们的情绪转折周期会在短期内在两边转折。比如出了一个经济数据，有人会说：“啊，这个数据太差了”，股价一下就下来了。然后，市场上马上就有另外一种观点觉得“数据差怕什么，差了我们会有宽松的政策，会有资金的流入，我们再顶起来”，于是股价又涨了起来。在美股中经常出现这种情况。

**5.** 波动率的加大

这其实就意味着波动率的加大。当你的标的从低波动率突然往高波动率去

的时候，往往都是转折，道理就在这里。其实，我们对于价格的看法本来是趋同了，现在它的波动性又起来了，说明大家对于交易价格又产生了比较大的分歧，行情要来。

那么，行情会往哪个方向发展？这个时候，不要猜，而要跟。同时，你要做好保护性措施，因为很担心它初期的那一下摆得是错的。如果做外盘商品期货，会经常发现这样的问题，比如大家一致觉得今天晚上USDA（美国农业部有机认证）的报告是偏好的，结果出来的报告真的非常好。报告两点钟出，价格在两点十五分冲得非常高，然后直接下来，这就是今年的最高价。这是不是骗线？不见得，它可能就是一种短期情绪的集中释放。其实价格早就在高位收敛，有很多人在等这份好报告，是看多的。这个位置一直在收敛，但有些人不敢做，报告出来了，那么就往里冲；冲进去之后另外一拨人就觉得，这不是最好的预期了吗，后边还能比这更好吗？于是价格就往下去。对价格的不认可，直接导致第一拨力量先释放，因为力量的暴发不是同时的，可能会面临巨幅波动。当发生巨幅波动的时候，你的第一反应应该是保护好自己，在保护好自己的前提下去追着做。另外，在之前你应该大体知道这个价格到底是相对高还是相对低的。

（六）收敛形态的操作技巧

收敛在所有的技术图形里，是重中之重的。喜欢做波段（中线），或者是热点题材的朋友，对收敛形态一定要密切地关注，包括短线一些买卖点的产生，也是在收敛点。

那么，会不会在通道线上去操作？会的。还没有到收敛点，在通道中途就去参与。参见图8-2，在整个K线形态里边，不管是收敛形态还是上涨趋势形态，你的操作其实都有以下两种。

第一，你认为趋势线是有效的，那么这个时候你是卖在上面的趋势线，就是卖在所谓的压力线，买在所谓的支撑线。这种做法的前提是，你认为趋势线是有效的。

第二，在上涨趋势线，就是所谓的支撑线上做卖出，在压力线上做买入。也就是说，你的做法其实是做突破的，你认为这个价位要突破这个收敛区间。这种做法的前提是，你觉得这个收敛形态会被击穿。

这两种操作方式没有对错，但是大概率上，在收敛趋势里，做顶底操作更好，就是第一种操作。在收敛一段时间之后，接近收敛点，去做突破收益率才高。为什么？还是乒乓球落地的原理，当它的弹性还没有完全被磨掉，这个时候去做突破，你其实是往一个阻力大的方向去了。但是当它的弹性逐渐被磨掉之后，再去做突破，就事半功倍了。

不管采用哪种方法，都要符合自己的交易习惯和交易性格，应对也要跟上来。比如你是买在下降趋势线，认为这个支撑是有效的，当跌破支撑的时候，你是不是应该撤退？反之，如果你买在高位，是做突破的，认为这个趋势会被打破，但是3天之后又回到这个趋势线了，你是不是也应该溜？或者你应该更敏感一点，只要突破的第二天没有持续突破，就应该溜。哪种做法都是对的，但是要有应对策略。

## 二、波段上涨形态

### 1. 波段上涨形态的特点

波段上涨也叫旗形上涨（参见图8-4）。旗形上涨是比较强的，涨了一波之后横盘，再涨一波再横盘，像扯着一个旗子上楼梯。关于旗形上涨，大家可以看一看2014年7月底到11月这段时间的形态。




图8-4 波段上涨形态图

这种图是最适合短线做得比较好、长短结合的交易人，也就是我说的养单子。养单子，尤其是做杠杆品种，最希望看到的就是这种图形，高低点错落，但是大方向是往一个方向去的。这时候，逢低多一点，偏得远了就平一点，下来再买。把底单做厚，就是指在这个位置把底单做厚，最终那一波加速的时候，实际上是开始陆陆续续做止盈。

这种形态很常见，倒过来更常见，也就是那种跌一段，弹起来到均线，再

跌一段，弹起来又到均线，然后再往下杀，反复杀的这种形态。

我现在做的经验是：当我认为大概率会出现圆弧底，在圆弧底末端的时候就开始做。一旦圆弧底的颈线被抽过去，基本上单子就养得差不多了，可能在那个位置会加一点仓。放量上去，如果我认为突破有效的话，继续持有；如果再回来的话，可能就会把加的仓位平掉，然后再做。但是需要不需要到很后来，看见形态很确定才做？不一定。大概率觉得是这样的形态，宏观、技术形态都到了我的要求，我就做。当然，前提是我会把应对搞得比较详细，如果不行就赔给它呗。这样的品种从哪里来？一会跟大家分享。

**2.** 波段上涨的特点

波段上涨主要有以下几个特点。

第一，低点逐步抬高，高点也逐步抬高。

第二，新高到一定高度之后，总是有回档的。

第三，后续是加速还是盘顶变成高位收敛，依赖于每个波段的斜率关系。

什么意思？简单讲就是看每一波的上涨高点和之前高点的连线的变化。如果连线是越来越陡，说明在加速；如果连线逐渐平缓，说明很有可能演变成高位收敛。如果一直在往上跑，大概率就是在加速，甚至加速到一定程度，说不定已经接近末尾了。如果变成高位收敛，连着两个周期或者三个周期变成高位收敛，这个时候，你要警惕：会不会新高已经不出了？低点在陆续地往上抬，这就是典型的顶部收敛形态。顶部收敛可能就面临着一个突破的问题，究竟是再来一波，还是不行了往下走？这就要回归到三周期的关系，到底大中小周期的关系是什么样的？会不会有传导？如果有传导的话，是从哪个周期开始过来的？

**3.** 短线切入点的位置

当看到图8-4这样的形态的时候，我们最好的短线切入点在哪里？在长期上涨趋势线的附近做买入，这是最好的切入点。如果做杠杆的话，应该在哪里加仓？就在这种位置加（参见图8-4），在涨完了一波回档到均线附近的时候加（如A、B、C位置）。暂时不要考虑在高位加，在高位加可能会比较难受。这个均线自己设。现在，如果是日K级别，基本上都是60天线，如果是小时级别的话可能时间会短一点。

在上涨趋势线附近做买入，前提是长均线的趋势线支撑是有效的。一旦出

现了低点，比原来的低点要低，说明这个大前提没有了。买入逻辑没有了，就得先溜。如果跌破了支撑，即使没过前期低点，有些人可能已经溜了，但是有些胆子大的人可能破低点才溜。这其实跟你挣没挣到钱有关系，如果有浮盈，那你可能还会等等。所以，这些都是说起来容易做起来难，交易实践非常难。

### 三、震荡盘跌形态

刚才我们看的是震荡往上的，大家可以把震荡盘跌的形态梳理一下。我建议大家去看原油股，从九十元跌到四十几元，小阴线几个，再来几根大阴线，然后开始反弹，弹到均线附近，小阴线又开始出现，再加速出新低，再反弹，这是非常典型的震荡盘跌。

这种形态你务必要记住它。震荡盘跌的杀伤力特别巨大，它严重地摧残着整个市场的信心。如果是股票指数的话，盘半年，几乎会把所有人的信心都击崩溃。大家可以去看一看，2008年的下跌，从5 500点一路跌下来，投资者几乎就没有活路，最后一波应该是在当年8月，那两天的上涨多猛烈，最后漏下去的那几天简直都崩溃了，均线压得死死的，就没有到过20天线以上。

我给大家的这些K线形态，分得都没那么细致。我没有按照很多书上写的，找5根均线摆个组合让大家去看，觉得那都偏离了本质。我们更多是要去研究高低点关系，研究均线跟K线形态的关系，研究成交量的关系，包括研究周期的关系。

## 第三节 背离

### 一、波段形态和顶底形态的转化

我不知道别人涉不涉及这个领域，我自己是用得比较多的，而且用得比较得心应手。波段形态跟顶底形态在转化的过程中，会有一个明显的特征——背离。它会呈现以下两个特点。

#### 1. 均线系统的缠绕

我们原来的均线系统排列可能非常有规则，如果是上涨的情况，短均线总是在上面，中间的均线是在中间，长均线都是在下面。一旦均线系统开始出现缠绕，通常都意味着整个波段形态要发生一些变化。而事实上，它不是原因，是结果。均线系统缠绕，已经是价格形成的结果。

### 2. 高低点关系变化

均线缠绕一定是价格开始调整了，高低点的关系如果还没有形成变化，表明对后市的预期揭露得还不是那么明显。但一旦临近的高低点的位置关系，也发生了相应变化的话，就要格外注意，这时往往会产生我所说的背离。对于背离指标，我现在不用别的，只用MACD。当价位出新高的时候，DIF没有出新高，这是顶背离；当价位出新低的时候，DIF没有出新低，这是底背离。只有这两种形态。

## 二、顶背离形态

背离在我的交易中用起来，是比较简单的，参见图8-5。2015年，上证指数出现过两次顶背离。第一次顶背离出现在2014的12月和2015年1月（A位置），这次顶背离之后调整了两个月左右，春节之后再次涨起来。涨起来之后，第二次顶背离出现在指数为5 000点的时候（B位置）。包括当时的创业板，也出现了非常明显的顶背离。

做股票，遇到顶背离一定要跑，不管什么时候，先跑。为什么？因为顶背离之后很有可能就是一波非常凶的杀伤，这波杀伤是大家不能承受的。大家可以去看，日K级别出顶背离之后是什么样子。




图8-5 顶背离形态图

日K级别出了顶背离，继续背离的概率极低，尤其是指数。甚至有时候不

光背离，从背离到钝化，还要钝化好些天。那什么是钝化？去找一只连续涨停的股票，看它的KDJ指标，如果这些指标都黏到一起，就是钝化。可能会出现个股继续背离，比如特力A，但是没有参考意义，因为这种股票绝对数量很少，极难遇到。

## 三、底背离形态

图8-6是上证指数从6 124点跌到1 664点的图形。底背离的形态很有意思，我们可以看到大多数的底背离都是经过多次底背离的，少的话也得有两三次，多的话有可能是四五次、五六次，甚至更多。

很多人孜孜不倦地研究抄底，以前我也这么做，但现在我不这样了。你看到底背离是这样子的时候，也会不想干的。所以，去识别底背离是很难的，即使你识别出来了，做上去也不舒服。我的经验是：底背离抄底，至少应该等第二次，甚至第三次背离。




图8-6 底背离形态图

## 四、背离的运用

### （一）用在指数上最好

顶底背离，我们最担心的是什么样的图形呢？最担心的是不连续的图形。这个时候，对于我们的DIF指标计算是有影响的。所以顶背离和底背离运

用到指数上是最好的，主要原因就是连续。因为大多数时候，在单个品种上，顶背离被击穿，往往都是因为一个高开。这在商品上是很典型的，隔夜的一个高开，直接就把一个顶背离给打破了。

（二）背离结合其他要素

我用背离系统的时候，是结合周期、量能、宏观热点以及勾稽品种之间的相互关系一起看的。

**1.** 背离和周期的关系

当我看到一个长周期出现背离的时候，对于大趋势，我首先要打问号。如果背离是短期的，比如分钟线上的背离，可能意义不是很大，但如果是周K线上的背离，意义就非常大。如果是长在背离，短也在背离，而且背离的方向是相同的，这时候很容易出现共振。这种共振的效果是非常厉害的。

**2.** 背离和市场成交量的关系

如果顶背离出现的时候，市场成交量是历史巨量，这种现象非常值得我们警惕。如果我有多单的话，看见顶背离一定要溜。如果看到底背离，但成交量是萎缩的或者说是历史上相对比较低的，那么此时我认为这个底背离的信号也许是对的。但是对于底背离来讲，我现在至少在第二个底背离才会尝试性地买一下。

**3.** 背离和宏观市场的关系

判断二者的关系有很多方面，比如，热点散不散？如果说热点很散，这种现象通常都出现在顶背离。还有一种人气很低，基本上出现在底背离。底背离操作是很难的，因为抄底非常难，所以我现在做多基本上不太会去抄底。顶背离操作简单，闭着眼睛跑就行。

热点散不是百花齐放，而是切得快。比如，此刻军工股先涨了20分钟，过一会儿，高铁股涨了15分钟，一会电力股又涨了20分钟，最后银行股又涨了10分钟，这基本上就没戏了。一旦转换这么快，就意味着短线不具备操作性。如果短线不具备操作性，那这个市场的人气马上就没了。长线的人可能不敏感，但短线参与者在股票上都是做多的，短线的人一走，基本上就跌了。

**4.** 背离和**K**线形态的关系

比如，前面讲的豆油和棕榈油的例子，也出现了背离，但它俩的比价处于一个比较离谱的位置，那么这个时候背离就值得信任。又比如，我说我当时买了咖啡抛了可可，我为什么要那么做？因为咖啡跟可可的比价当时是历史的高点，而咖啡当时是底背离，可可当时是顶背离，也就是说，它俩单边都想做，而其比价又是历史最离谱的时候，所以我只管做就行了。

## 五、背离出现的判断

背离的条件是DIF在下降，但是股价在往上走。所以观察的时候，是股价在变高，但是DIF在下降。比如昨天的最高价是10元，今天的收盘价是10.10元，但是今天的DIF已经比昨天的低。因此，我认为这已经是背离一天了。

我现在认定顶背离的依据是，当背离出现第一天开始注意，若第二天连续两次DIF变低，我会认为顶背离形成。连续两天DIF变低，是我判断顶背离的依据。如果我认为顶背离已经形成，第三天开盘就会卖掉。如果我感觉特别不舒服，第一天DIF已经下降，第二天尾盘还有15分钟，看起来不可能上来了，也会卖掉。

如果价格是平的，DIF往上，这不是背离；但是如果价格是平的，DIF是往下的，这也是一种顶背离，但是没有那么极端。有的顶背离很极端，比如上证指数在5 000点的时候（参见图8-5），我印象挺深的，那个时候创业板也是这种形态，价格在往上走，但是DIF在往下走。出现这种情况，先溜，根本不用过多考虑。

这个对什么最有用？做程序化的时候，怎么去判定这一次背离的计数最有用。为什么要这么算？第一，如果连续3个交易日DIF下降的话，可能损失已经很大了；第二，如果只算一个交易日的，那么第二天有可能会被抽回来。你会发现虽然交易次数很多，但其中无效交易次数特别多。而用两天DIF下降，基本上性价比是最高的。

## 六、背离结束的判断

那么，我们回过头再去想这个问题：怎么样判定一个背离结束？一个背离结束，只有一个标准，那就是它的DIF重新出现了新高或者新低。

背离结束还有一种情况，那就是价位又出现新高。当你判定它是背离之后，当DIF还没出新高的时候，价格已经又出新高了，那么这个时候也意味着这次背离已经结束。

## 本章小结

# 结合多要素灵活运用

几年前，我曾经用以上观点写过一段程序用在螺纹钢上。当时我的条件是：顶背离做空，底背离第三次做多。顶背离做空，主要的平仓点有两个：第一个是顶背离被下一次背离打破，第二个是出现一次底背离。顶背离之后出现底背离，空单平仓；第三次底背离之后出现一次顶背离，多单平仓。当时做的时候是以分钟为级别的。选螺纹钢是因为当时交易的时候，螺纹钢的走势是最连续的，没有什么跳空。但是我后来发现，整个螺纹钢的顶背离几乎就没有，全是底背离。

我现在越来越发现，用背离这项工具去观察中长期的，或者长期的一些趋势，是特别有指导意义的。但是在分钟级别上，这样的方式不太适合，远不如一些趋势类的，或者说一些能量类的，甚至按波动率来做的程序，可能效果更好一些。

总之，整个背离，我运用下来，是跟我的周期关系和我研究的一些宏观的东西结合的。我希望大家在运用的时候，也能够把这些结合起来，单独去看K线形态是不行的，我们去做交易的时候，关注的因素要点会很多。

2015年1月顶背离（参见图8-5），我溜了之后（B位置），当时只剩券商股了。2015年1月19日，在券商股被摁到跌停板之后，后边券商股反弹的时候，指数还有一次顶背离。那么，什么时候又回来的？你可以好好再去看一看我第七章讲的周期，回到日K线到次级别的支撑位。2015年3月9日，当天的小时线是往上抽的，就是那天回来的，那天就是一个挺好的买点。

实际上，所有的周期也好，背离也好，都是互相联系的，大家运用的时候，有些地方要死板，有些地方要灵活，但更关键的是，你要总结。你要知道自己应该在哪个位置进，哪个位置去做别的操作。

# 第九章

# 如何做长线交易

## 第一节 价值投资

### 一、价值投资的误区

很多人对做长线的第一反应就是“价值投资”。而对于价值投资，国内有很多误读。其中，我认为有以下几个比较明显的误区。

**1.** 对周期股看估值

我们把股票分成两大类：一类是周期的，一类是非周期的。所谓周期股，就是这个行业有高潮、低谷、衰退、过热，有这样一个明显的过程。所谓非周期股，就是其所在行业类似于白酒、药品、消费、商场等，跟我们经济环境的相关性不是那么明显。

强周期股有一个典型的特点：股价越涨，市盈率越低，股价最高的时候就是市盈率最低的时候。比如，云南铜业2007年股价在98.02元的时候，它的市盈率是二十几倍。2014年，股价在最低的时候是6.78元，但是它的市盈率反而在大幅度地变大。

很多人一谈价值投资，必然要想到银行股，大家觉得银行股是周期股还是非周期股？我们的消费增长速度这5年虽然发展得非常快，但是在过去几十年，消费增长是短板，经济主要靠出口和投资来拉动。那么，以政府投资为主的投资，钱从哪里来？只能从银行里来。所以，一旦经济过热，基本上就是银行信贷的过热；一旦经济下来了，肯定是信贷的闸口勒住了。这样的话，银行股的经营业绩就是高潮和低谷交替。所以，银行股在国内其实是一类大周期的股票。

对于周期股，我们不能看估值，尤其是对强周期行业更不要看估值。比如，资源类股票市盈率超低的时候，往往是我们该走的时候。还有一类强周期股是券商股，所以对券商股也不能看估值，只能看想象力和市场情绪。对周期股看估值是价值投资的第一个误区。

**2.** 越跌越买

很多人都觉得既然是价值投资，比如，某只股票跌破了5元，已经超跌了，已经到他们认可的价位了，那么从5元到4元，越跌越买，最终买了一大堆。这样做也是一个误区，为什么这么说？

第一，你所有的交易都源于你对这只股票的理解，而不是源于你对这只股票价格的接受度。换言之，你如果有五点充分的买入理由，买进去之后，它是5元，过了两个星期，理由一不见了，再过两个月，理由二不见了，过了三个月，理由三不见了，这个时候即便价格再往下走，你也不应该再买。

第二，越跌越买有一个大前提是你的钱是无限的。但是对于我们绝大多数人来说，这个前提是不成立的。

第三，操作上最大的问题在于补仓。很多人都是高位买了，然后一路摊下来，最后发现自己这次做错了，这只股票从原来的白马股变成了黑马股。很多人学巴菲特的理念，觉得抓住了“护城河”的概念，但实际上，大多数时候他们所理解的护城河，仅仅是自己心里想的，并不见得对。我认为真正的护城河，不是便宜了多少钱，而是一个能够安全退出的装置。这个装置既可以是成本的摊低，又可以预防某种交易风险。

**3.** 对波动利润抗拒

价值投资者有一句很典型的话：如果你不准备拿3年，就不要持有1分钟。他们很多人对波动利润很抗拒，而且觉得只要做差价了，就好像档次变低了。

比如，同样的100元人民币，这张是卖油条的给你的，那张是卖肉的给你的，还有一张是从银行直接取出来的，它们的价值都是一样的。波动的利润是钱，资本利得也是钱，红利收入还是钱，这些钱并没有高低贵贱之别。如果有好的波动利润，甚至有百分之百的波动利润，为什么不要？

**4.** 看不起择时

前面讲过，做长线亏大钱的主要原因不是买的股票不好，而是买得太贵。为什么买得太贵呢？因为没有择时。比如，2007年11月，买所谓的大蓝筹去做价值投资，肯定不如2005年去做价值投资。从本质上讲还是要以一个更好的价格去买。我认为择时比选股重要得多，相对来说也比选股容易得多。对于绝大多数不是那么专业的参与者来说，选择一个好的时机介入，比选择一个好的标的介入要重要得多。

## 二、我对价值投资的理解

**1.** 现金流入

现金流入是考量上市公司质地最重要的标准。现金流入是巴菲特这类交易者采用的主要模式。对于巴菲特来讲，投机也好，投资也好，或者所谓的价值投资，他非常看重现金流入。为什么？因为有低成本的资金支撑他，在确定性的现金流上面上大杠杆。这是巴菲特成功的秘诀。

巴菲特两个优势：首先，他有几乎是无限供给的低成本资金；其次，他能够寻找到非常有确定性的现金流标的，部分是优先股。当然，这两个优势跟他的地位，包括他对市场的影响力密不可分。

**2.** 杠杆的运用

在确定性比较强的时候，尤其是在有确定性的现金流入的时候，应该自己主动上一些杠杆，当市场环境向自己有利的方向发展的过程中，适当地把杠杆去掉。但这是杠杆的灵活运用，死扛大概率是要被打死的。

比如我是做固定收益的，当我拿到收益率为5%的很确定的一个短债，而现在市场的回购利率只有1%，那我当然可以迅速地在短期把杠杆上到10倍甚至更多，只要政策允许，我每上一个杠杆，就是额外多了4%的收益率。

**3.** 择时能力

价值投资一定要有很强的择时能力。我们想一下巴菲特是什么时候出手救的高盛，是高盛快死的时候。巴菲特是什么时候买的中国石油，是中国A股最低迷、中国石油被逼到境外去发行的时候，以很便宜的价格买的。他什么时候卖的呢？2007年卖的，虽然卖早了，但实际上他也在择时。大家是否发现中国石油当下的盈利能力比2007年中国石油的盈利能力要强得多，但是为什么他2007年就把中国石油卖掉了？因为中国石油当时已被市场情绪抬到了一个相当的高度，对他来讲，或许已经是高估了。所谓高估和低估，既是自己的判断，又是对择时的具体运用，价值投资也要有一定的交易能力。

**4.** 要有底线和退路

我们讲交易理念的时候讲过，所有的投资方法、投机方法，或者交易方

法，都有一个大前提，就是允许错。我是可以错的，而且我必然会错。这是我们参与市场的一个大前提，没有不出错的人。

现在市场上有些人用的其实是不能错的方法。比如说高杠杆逐步摊低，去买一些特定的个股，如果你错了呢？如果市场跟你的预期不符，你就被打死了。所以，我们必须要有一个底线。那这个底线是怎么来的？这个底线可能是我们人为设置好的一个退出机制，也有可能是我们预先就做好了风险的对冲，或者说是一些风险的管理。这是我对价值投资的四个理解，后面我会逐条解释。

# 第二节 长线交易

## 一、上市公司质地

上市公司的质地，我认为有以下四个方面。

### 1. 估值依据

我们给上市公司做估值，一个大的依据是它到底是周期的还是非周期的。如果是周期的，大概率我们应该去看美林时钟，也就是说它跟经济的周期密切相关。如果是非周期的，比如食品类、医药类、消费品类公司，我们可以按照它们的现金流和红利，给它们一个估值。

国内最典型的现金流非常好的非周期上市公司是高速公路。我有个朋友做这个很拿手，他的方法比较简单，找一家完全非周期的上市公司，用每年很稳定的现金流，除以它的现金流比例。根据计算结果，合适就做，不合适就不做。

### 2. 优质公司的气质

所有的优质公司都会有自己的气质。这个气质体现在哪儿？我一会儿会详细地讲。

### 3. 想象空间

这家公司，它的前景在哪里，想象力在哪里？这个想象力会被大家更多地提及，还是较少地提及？这个想象力一旦有一部分变成现实，是会让大家浮想联翩，还是会被认为理所当然？如果这个想象力是无限扩大的，那么这家公司的想象空间就会比较大，一旦它有一点小进步的时候，市场可能

给予很高的风险溢价。

想象空间这一块，其实是跟市场情绪密切相关的，我后面会讲到，什么样的公司想象空间可能会更大。

### 4. 绝对价位

绝对价位是说整个公司的质地，体现在图形上是什么样子的？比如一家公司质地很好，但现在股价已经350元了，你觉得意义大吗？一家公司股价只有3元，还在不停地创新低，你还认为它质地很好，那么其中肯定有你没想到的问题。

在绝对价位上，也还是有一些市场情绪体现。绝对价格越高，想象空间其实就越小。这就是为什么铜陵有色先10送10，再10送5转10也会下来。为什么要这么干？它们定增的股份上市了，3元多卖，总比十几元卖让人觉得压力小。想象空间，一定要学会让大家幻想，选会讲故事的人来讲。很多公司是没有讲故事能力的，对于这种公司，你就只能用最传统的估值去衡量。

我们最理想的长线投资的标的是什么样的呢？首先，它在现金流上有很稳定的回报，这给了我们一个非周期的概念，然后在想象空间上又给了大家非常好的想象力，比如之前的重庆啤酒，就是一个非常完美的长线标的，虽然最终“黑天鹅”了。

## 二、美林周期

### 1. 美林时钟

上市公司质地的这四个方面，我们一个一个来看。我们先看一下美林周期，在美林时钟上（参见图9-1），横轴代表从通货紧缩到通货膨胀，纵轴代表从经济增长到经济衰退，整个经济周期被分成四大类：从右上角第一象限开始，顺时针旋转分别是过热期、滞涨期、衰退期、复苏期。滞涨期我们已经过了，在从经济衰退往通货紧缩上去，甚至很有可能通货紧缩都已经过去了，应该是从左下角到左上角过渡的周期，这个周期对应的投资标的就是股票。大家一直在问，换商品会怎么样？商品会比较慢，肯定是在整个经济周期进入复苏期，才会进入商品的周期。

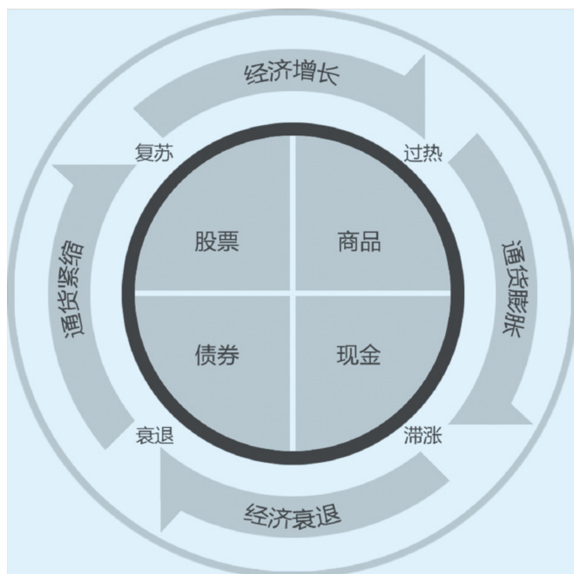



图9-1 美林时钟

2. 逆周期调节

美林周期只是对于周期的简单划分，它忽略了各个国家对于经济的刺激政策。现在，各国央行采取的都是逆周期操作，比如，眼下我们处在经济衰退到通货紧缩的周期。所谓通货紧缩就是流通中的货币周转速度不够快，于是增加货币投放；当遇到通货膨胀处于过热期的时候，加息；当处于衰退期的时候，降息。这种逆周期的调节，可以使整个经济周期的波峰波谷趋于平滑，抑制整个市场的宽幅波动。因为波动周期太剧烈，会导致某些行业极速膨胀，然后突然之间大萧条，对于经济是非常不利的。

那么，我们用的时候，它有没有非常严格的界限，比如到了某个点之后就应该现金换债券、债券换股票、股票换商品、商品换现金？不可能的，可能股票先来一年，然后往债券上过渡，这就等于时钟的钟摆又回来了，然后再来一次，这都有可能。这个周期不是只能顺时针动而不后退，有很多种反复，也许中短期会偶尔回来一次。2007年就是典型的在右上角的过热期，所以当时我们的商品几乎都是最高价；然后，2008年股票都已经跌得很严重，而商品在当年的10月才开始暴跌。

对美林周期的理解，我希望大家花点精力，给周期里需要做的标的对对号，比如从通货紧缩往经济增长这条路上，股票的表现形式是什么样的？各个行业在整个周期内会有什么样的表现？依次应该从哪些品种开始表

现？这样，至少你的起点要比90%的人高，知道哪段时间去做什么样的资产。过去中信证券做过的周期和行业轮动分析策略，大家可以找来参考。

## 三、优质公司的气质

什么样的公司是优质的公司？我认为有以下几个标准。

**1.** 行业规则的制定者

一流企业做标准，对于大多数行业来讲，如果你是行业规则的制定者，那么你在这个行业里面一定有话语权和垄断地位，或者是技术垄断，或者是市场份额的垄断，你一定会利用自己制定的行业规则来为自己创造利润。

**2.** 随处可见的产品

我们遇到的大多数长线股骗局，全部都是因为我们没看到产品，只看到了它的规划和梦想，它们始终是在讲故事，始终没有把东西拿出来。比如当时的蓝田股份（旧名）、银广夏（旧名），都是在讲故事，不断地在骗大家，最后被发现是造假。反之，我在2004年发掘到通威股份，就是看到很多鱼塘用的是它的鱼饲料。

**3.** 股价比同类公司略贵一点点的价格

优质公司的股价比同类公司的总是稍微贵那么一点点。为什么会贵？因为它们有行业龙头大哥的风范，市场定价就会略高一点。所以，判断一家公司是不是这个行业里领头的，你就去看它的估值高不高。比如大家都是做中成药的，别的公司的市盈率是40倍，而这家公司的市盈率是45倍，甚至是50倍，那么它就是同类公司里的优质公司。

**4.** 低波动率到高波动率转换后重新回到低波动率

所有的长线股标的一定是低波动率，高波动率是跑不过市场的，连市场都跑不过还谈什么长线？我们看到的特力A、梅雁吉祥，包括锦江投资，它们的换手率都非常高，而它们的波动率大就意味着其交易摩擦必然多。跑得过市场的股票，一定是让大多数人赚钱的股票，高波动率、高手续费消耗的股票怎么可能让大多数人赚钱？所以买这种股票，你只能把它当成投机玩一玩。如果说一只股票从20元涨到了50元，波动率始终就没有下来过，那这时候你在50元去做长线投资是不可能的。它从长期看必然是一个低波动率，但是一定有一个从低波动率到高波动率的过程，从低到高，然

后从高回来。这个过程说明有明显的长线资金介入，这种股票买了就不卖了。

所以，大多数长线个股的一个典型特点就是从一个低点引爆，甚至用连板的方式去引爆，换手很大，换完了之后在一个平台整理或者一个缓慢的下降通道整理，整理完了之后是缩量上涨，这其实就是从低波动率到高波动率，一个建仓的过程。建完仓之后，重新回到低波动率之后，再一点一点地慢牛，然后成交缩量，甚至越涨越缩量，最终是几根迅速的大阳线，波动率又开始放大，迅速放大了之后，高位震荡，整个行情没了。中国中车从四五元开始涨，先涨到了七八元，然后关门，放开之后直接起来到11元，做长线的冲进来，冲进来之后股价再往上飙，一直飙到30多元，合并完之后，行情结束。所以对于波动率，一定要好好地想一想为什么会出现这种情况。这是一个非常典型的特点，包括我们去抓10倍股，或者抓5倍股，从这方面去考虑，可以筛掉很多乱七八糟的东西。

**5.** 争议巨大

说这家公司好的人很多，说它差的人也很多，大家旗帜鲜明。要么是说它很好，有极大想象空间；要么说它很烂，将来是要倒闭的。大家争议越大，就说明将来它越有可能超预期，要么超预期地好，要么超预期地差。一旦它比预期好，那肯定会飞起来，如果比预期差，可能迅速崩掉。

这五个方面都是定性的，不存在什么定量的。我们只能靠常识，比如用波动率筛选一部分，然后看看估值筛掉一部分，再根据我们的日常经验筛掉一部分。比如我当时买天士力，就是因为我们家人都吃这个，有效，这也算是随处可见的产品的一些体现。

## 四、优质公司的基本面

那么，优质公司的基本面体现在哪里？

**1.** 盈利能力

盈利能力有可能是现金流，也有可能是收入、利润、利润增速、每股收益、净资产收益率等。

**2.** 库存

这一点是很多人忽视的，库存的形式和数量很关键。很多公司的销售是以库存的增加为代价的，如果公司的资产全是存货，卖了一年卖不掉，这绝

对不是优质公司，因为账务处理上可能还没有算折价，最终也许是废品，这是挺可怕的一种情况。

应收款多其实是不好的。什么叫应收款？我应该收他的钱，但是暂时没收。为啥我没收？要么我不敢去要账，要么人家压根儿没准备给我，要么是要不着。这几种形式都不好，只有现金多最好。

在有一些行业中，企业是拥有现金好，而有一些行业呢，比如在房地产周期里边，囤地的房地产商就是好的，行业与行业的衡量是不一样的。很多库存是不值钱的，因为库存是有保质期的。比如某牛奶企业表示自己有600亿的库存，但消费者敢喝吗？有的服装企业更信口开河了，今年流行这种款式，明年就变成别的了，衣服库存最终可能连棉花都不如。白酒是另外一回事，国内对白酒库存也是有争议的。獐子岛的库存就是今天有明天没有了，我们去衡量这种公司的库存其实没有什么意义，也许它仅仅是一种利润调节的方法。

**3.** 红利派发

一家不造假的公司，一定是敢发现金红利的。公司年年10派3、10派4的派现，它的经营上会有造假吗？很少。另外，它希望市场炒作的话，一定会送红股，一定会转增股，为什么呢？因为股价越便宜越好做。从红利派发方式上，我们可以找到蛛丝马迹。

我举个例子，上市公司的季报是不用审计的，如果一份季报必须审计的话，大家知道有什么问题吗？送红股或转增，必须要审计。半年报原来是需要审计的，现在如果不审计肯定也不送股。如果一家公司的半年报或者年报要审计，那么一定是要送股，这是红利派发的问题。对于我们二级市场炒作的人来讲，更希望看到的是要么送红股，要么做转增，而且希望看到大比例的送红股和转增，因为这样整个股票的想象力就会更大一点。

上市公司的红利派发，跟它自己的想法有关系，我们有时候会看到一些很矛盾的红利派发。有一家上市公司，先派现金，比如10派1、10派2，派完了之后，又推出配股或者增发，这是为什么呢？一般来讲，频繁地大比例派现，同时又要搞定增或者配股，只有两种可能：一种是大股东比较缺钱，所以想先把这些现金分掉；另一种是基金公司重仓，希望有红利回来。原来做股改的时候，很多基金公司强烈要求上市公司分红，但是现在大家都聪明了，基金公司要求上市公司大比例转增或者送股。大股东需要钱有多种原因，一种原因是大股东自己要做别的，还有一种是大股东要反哺上市公司，这方面最典型的例子是天士力。

**4.** 数据比较

数据比较的关键是要横向纵向比较，我们主要是关心几个比较有效的数据：第一个数据是它的现金流的情况；第二个数据是它的净资产收益率，这两个几乎是一家企业的命脉；第三个是看它的预收款和预付款多不多。有大量应收款和应付款的公司大家要小心，这几乎都是常识。如果一家公司关联交易很多，预收款很多，年年的担保也很多，现金流不怎么样，但业绩报表却挺好，这种企业你都要先打个问号。

**5.** 竞争者比较

我们是在横向地比同业竞争者的数据。跟同类公司比一比，如果我是行业规则的制定者，结果盈利能力还比不过兄弟公司，那这个竞争者对我来讲就比较麻烦。另外在关注同业竞争者的时候，我们希望看到的是什么，是一家独大但仍有一堆小公司，这是很好的现象。或者说是双寡头，这种形态也比较稳定；三寡头也算说得过去，要再有一个第四强，那这个行业立刻就会变成一个竞争激烈的行业。

行业基本上有三种状态：一种状态是保利润，一种状态是保份额，一种状态是保命。我们去选长线，该选什么样的长线股？要去选保利润的，选它们挣钱能力最强的时候。而有些行业从保利润变成了保份额，比如铁矿石行业，包括我们国内几乎所有的工业都是从原来的保利润变成了保份额。那么做长线的，我们要买这样的公司吗？坚决不买，但对这样的行业我们要密切关注，一旦这个行业有复苏的迹象，就去买这个行业微利的公司或者微亏的公司。

**6.** 困境反转

对于困境反转行业，我们应该选择什么样的公司？是选一个质地很好的优质公司，还是选一个质地很差的公司，还是选一个质地比较差但是不亏损的公司？通常我们应该选第三种，不要选那家很好的公司。为什么？困境反转其实是少跌的，所以它将来涨也涨不动，也不要选择很差的那个，说不定等到反转，它不干这行了。要选质地很一般，微利但是又不亏损，没有摘牌风险的企业，一旦困境反转的话，弹性会非常好。

但是，我不建议大家做困境反转，为什么呢？因为困境反转要求你对这个行业非常熟悉才行。这和抄底是一样的，看上去很好，但实际上做了才知道。

## 五、行业选择重点

我觉得目前能选的做长线的大概是以下三大方面。

**1.** 符合社会发展规律和政府产业政策的

我们选择行业的时候，首先要确定这个行业是符合社会发展规律和政府产业政策的。这是顺势而为，顺国家大势。我以前说过，我们挣的是国运。巴菲特为什么出现在美国？他投胎投得好，因为这一百年几乎是美国的一百年。既然我们挣的是国运，那么一定要顺着国家的大势去推。

国家的势在每个阶段是不一样的。我们国家的势，改革开放之后，是在工业化，在集装箱。中国制造，走向世界，打开闸头是在20世纪90年代末，2000年年初。那么现在在哪里？现在可能已经往别的地方去了，比如往个人消费上面去靠。那个时代领头的是中集集团、宝钢股份，后边是什么？那肯定是顺应我们国家大势的个股。

我认为现在的产业政策扶持很清楚，新能源类、工业自动化类，比如人工智能。我们的人力成本越来越高，越来越贵了。我们从传统的靠人力资源支撑的中国制造开始转型。另外一个产业是大健康，人口老龄化了，平均年龄越来越高，将来的人口结构一定跟现在不同。在人口老龄化的过程中，我们该怎么去选择？肯定是选和人口老龄化相关的。如果有一天中国成人尿不湿的销量超过了婴儿的，那我们一定去做跟老年人相关的行业，60岁以上的人喜欢什么，我们就去干什么，一定做这样的投资。

**2.** 符合区域经济特点

这是地图炒股的本质。2015年9月的时候，我们主打上海本地股。为什么？其实就是一个区域经济特点。中国的事情往往是这样的，在一定时间内，集中所有优势资源去扶持某一个地区。做区域经济发展的时候也是这样，先把一部分地区搞起来，然后让它带动周边地区的经济，这是区域经济的典型特征。2015年10月之前上海本地股比较热，2015年10月北京本地股开始热，当时据说北京有一个大型游乐场投资，这个游乐场比迪士尼的还要大。这就是热点在转移。

**3.** 符合国家战略

典型的“一带一路”倡议、混合所有制改革，这两块应该是长线的，几乎是不断被提及的话题。这个长线可不是10～20年的长线，因为长线也讲究择时。中国的股市大周期都不会超过两年半，想去做10～20年的大长线，想得有点多了。可以长期去观察，但是在中间高低点起伏的时候，该走还是要走。

## 六、长线股的情绪特点

大牛股成长的过程，就是群体情绪不断发酵，不断酝酿，不断慢慢释放的过程。如果释放得很快，那就是一路轧空的涨停板，比如，ST金泰（旧名）。但是长线牛股是一点一点引爆的，它的情绪预期引发有以下几个特点。

**1.** 所在板块好人缘

好人缘就是要有人经常地谈论这只股票，或者经常谈论这个板块。如果一个板块在市场中无人问津，也许会诞生一两只走势不错的个股，但对于我们来讲，发掘它是很困难的。最好的情况是这个板块经常被大家谈论，是大家关注的重点，这个板块的运作就会简单。板块不能太冷，太冷去发掘就很困难。

**2.** 里程碑式的发展标志

天士力生产了全国销量最大的单一中药消费冠军复方丹参滴丸。在2007年的时候，我印象里销售额应该是过了6亿元，2009年的时候顺利地过10亿元。首先，它有一个基础，现金流很好。它还有一个里程碑式的发展标志：把自己的丹参滴丸拿到美国去做FDA认证。

通常，我们看到的药品说明书里都是“不良反应暂不明确”“成分暂不明确”等字样，而天士力在做什么？它在做现代中药。比如，复方丹参滴丸对冠心病和心脑血管疾病有效，它就告诉你，这个药品里面三七、冰片和丹参，起效的是哪种成分，起到什么效果，分量是多少。天士力公司把这种方法叫指纹图谱，对所有中药的指纹图谱进行分析。

这条路如果能走通的话，大家想一想，我们中国有多少国家保密配方药，是不是可以挨个分析一遍？一旦美国FDA认证通过，那我们对它的想象空间立刻就全部打开了，既然丹参滴丸可以这么做，大家都要用到的那些药品是不是也可以这样做？所以，这是一种里程碑式的发展标志。那么，判断它没有价值也很简单，最典型的例子是重庆啤酒，乙肝疫苗的临床数据和双盲随机测试结果很差，所以这么做就不再是里程碑，而是墓碑。

**3.** 颠覆旧有观念的生态

我认为最典型的例子就是腾讯。大家想象一下，在2003年之前，有谁会想到MSN（微软开发的聊天软件）会被腾讯干掉？它完全颠覆了旧有观念，

完全是一种新的生态模式。腾讯真正颠覆我们的是它有大容量的用户，只要抓住了用户，随便什么行业，只要想介入，一定是被全覆盖的。我们有两种人生：一种人生是在现实中，一种人生在虚拟网络上，只要跟虚拟沾边的，全被腾讯绑走。它想做这样的一个大生态。这种生态不管能不能实现，只要敢构思，就已经很厉害了。这就是颠覆了旧有观念的生态，腾讯几乎在任何一个行业都不可阻挡，能够打败它的，只有它自己。

**4.** 识别大机会和小机会

在群体情绪预期变化过程中，要去识别大机会和小机会。比如，某一家公司既有气质，又有发展前景，行业规则制定也非常好，但是它不在我们所说的产业和国家产业政策扶持的行列，往往我们还是要把它归到一个小机会。比如我以前一个朋友专门研究瑞贝卡，全世界高端假发的70%，低端假发的40%，大概都是这家公司制作的。但是我不愿意去做深入研究，倒不是说这个行业不好，只是比较小众。另外，它的复制性到底有多强，我们不知道。最关键的是，大家对于这个行业谈论太少，它没有一个好人缘。大家谈的不多，情绪上的刺激就少，形成不了一个内循环：就是我们不停地从这个话题到那个话题，互相地刺激，左脚踩右脚。它没有这种效应。所以，我觉得这种公司还是小机会。

**5.** 对重组的理解

重组如果让我用两个字评价就是：不值。做重组真的不值得。我希望大家尽量地去做站着把钱挣了的交易，不要去打听消息什么的。因为你听别人的消息去做重组是不能错的。除非你的资金管理非常到位：我拿100万元去赌重组，赌成了，还拿100万元去赌。一旦你停牌停进去，接下来几个月怎么过啊？尤其是牛市的时候做重组更不划算。涨跟你没关系，放出来的时候暴跌。在牛市里做重组，上市公司的胃口特别大，重组的障碍特别多。我们经常看到在牛市里重组失败的例子，为什么？因为要价太高。而对于重组方来讲，当然希望越便宜越好。

在时间选择上，熊市末端或靠近熊市末端才是做重组的好时机。比如，2013年的时候去做重组，2014年搞一年，2015年开始暴发；或者2014年的时候参与定增。我前两天接触了一个朋友，2014年8月的时候搞定增，2015年解禁，定增价7元，后来到17元，最高到过42元，开心得不得了。这种情况全凭运气。但对于我们大多数人来讲，不要把自己的财富梦想建立在运气上。

## 七、长线股的价格特点

**1.** 在**10**元以上

自己做这么多只长线股，我的感觉基本上股价都在10元以上，10元以下的很少。为什么？因为比较便宜的股票，你看不出它的气质。你可以自己去看一遍，能够看得进眼的长线个股，基本面略好一点，有好的质地、好的前景，10元钱以内的几乎找不着。

**2.** 绝对涨幅在**30%**以上

从低点到爆量，成交量和换手率开始变得很大，这个时候至少要有30%以上的涨幅。

**3.** 股本不大

股本不大是比较关键的，比如2003年的时候，我们做过海油工程，做过贵州茅台，当然没拿住。股本不大，它的扩张前景会更好一些，送股能力会更强一些，从小到大有一个过程。以前，我们基本上只做流通股本1亿元以下的。但是市场容量大了，我觉得三五十亿元的市值都是可以接受的。但实际上，经过2015年的牛市之后，国内三五十亿元市值的公司都已经很少了。

这是长线股介入时的价格特征。

## 八、长线股的图形特征

图9-2是长线股的图形特征，起初3个涨停板，爆量，从低点弹起来，至少30%的涨幅，换手率突然变大，波动率加大。然后一点一点缩量，平台缩量整理之后，突破整理平台，中间偶尔有没有放量的下杀，但是也会迅速回到上升通道线，一路慢牛推起来，最终K线加速冲起来。




图9-2 长线股的图形特征

这只股票是在大盘震荡的时候长线的好股，唯一不好的是在加速的过程中它在放量，也就是说，涨势已经基本接近尾声。如果在加速的过程中，量没有放出来，还是缩量的，还能继续拿。拿到这样的长线股之后，浮动止盈跟上，高点回撤不超过15%就不走，这只股票带来的好处能够享受很久。

# 第三节 杠杆和择时

## 一、杠杆的运用

### 1. 确定性上加杠杆

我们要学会在确定性上加杠杆。比如我有一个短债，一年的收益率是5%，借贷成本是1%，那我会上杠杆。这里边有两个条件：第一，它是个债券，到期还本付息是确定的；第二，它是个短债，还本付息的确定性更强。

大家要记住：所有的杠杆操作，必须是在确定性上加杠杆，而不能够在不确定性上去赌杠杆。学会加杠杆，不要赌杠杆。

### 2. 择时

我们在选择杠杆的时候，要学会择时。尽量保证上杠杆的部分就是获利的。这样的话，会让你的持有心态非常放松。为什么我一直跟大家讲，不管你是做短线、中线、长线，还是做商品期货、期指，短线能力都是第一位的。你介入就挣钱和介入就被套牢，完全是两种感受。

我不知道那些上了大杠杆在银行股上去赌的人，是怎么熬过2015年6月的暴跌的。甚至救市之后他们拿银行股去熬，都不可取。因为救市的时候，银行股几乎就没怎么跌，冲进去了之后，银行股其实也没怎么涨。

最便宜的杠杆实际上是期货，是没有成本的，成本只是在升贴水的基差里，尤其期指大幅度贴水，成本是负的，相当于杠杆是负的。所以他们融资买银行股，为什么不去做几张上证50的多单呢？上证50每个月换月都能挣20~30个点。空出来的资金去做逆回购，也比买银行股强很多。这是最简单的交易常识，分红一年才一两次，而期指每个月都有贴水。

**3.** 对波动的预防

在上杠杆的时候，我们一定要避免什么呢？手术成功，病人死亡。就是说你猜对了它要暴涨，但是在暴涨前巨幅波动的时候，被打出来了。我一个特别要好的朋友，在2003年开始的那轮铜的大牛市中，他的仓位太重了，结果第一天，铜跌了一点，他砍了，砍够了保证金。第二天铜暴跌的时候，他没办法，没钱往里补，砍仓砍了。他砍掉的时候都知道自己有可能砍到了一个最便宜的地板价。后来铜从他砍完的第二天就高开，而他就没有再做进去，然后第一波涨到3万元，后边直接从3万元上到8万元，涨得非常快。我们必须做力所能及的事情，要预先想到有可能会有大的波动。

**4.** 底线思维

当你加了杠杆之后要知道，杠杆会让你赔得没有底。所以要给自己设一个底。也就是说，上赌桌的时候一定要告诉自己，在什么样的情况下，自己是要站起来的，这就是底线思维。

**5.** 适当的时候拆杠杆

什么叫适当的时候？即加速的时候。一旦加速，可以选择把杠杆拆掉。大家要在适当的时候把杠杆拆掉。

## 二、杠杆运用经验

**1.** 一定要让自己舒适

当年欧洲央行德拉吉说有可能会扩大量宽的幅度，大幅度地提振了欧股。那天晚上，我都已经躺在床上了，左思右想，不对，我把英国的富时空单先平掉，把美国标准普尔的空单仓位去了一些。那时就是自己不舒服了，一定要让自己舒服，要学会让自己微微出汗，很兴奋，但是晚上睡得着。

**2.** 反人性只需要买（卖）**100**股体会

我们大多数时候是在跟自我的人性战斗，跟人性的缺点战斗。这个战斗的过程冲突非常激烈，我们需要战胜贪婪，战胜恐惧。我的体会是，做股票只需要100股，如果做商品就是一张单子。比如我空了，然后它往上涨，我很恐惧，既想砍掉，又想继续拿。那么，我在想体会自己的真正的反人性的时候，加一张空单，或者平一张空单。错了，损失有限；对了，对整个交易信心是极大的提振。这种事情就应该做。比如，我拿了一堆股票，现在总觉得它要跌，或者说各项指标都预示着它要跌了，但是我就是不舍得卖，那怎么办？老怕错过上涨怎么办？卖100股，无非是卖错了，损失有限，但是卖对了呢，你的自信心就会有极大提升。要学会用一张单子来体会反人性这种残酷。

**3.** 锲而不舍和死扛到底的区别

锲而不舍，是不连续地在战斗，死扛是始终拿着不动在硬挺。比如2 000点，我空标准普尔空进去了，结果2 030点一看情况不对我出来；然后2 040点我又进去了，然后跌到2 020点的时候，我先平出来了；回头弹到2 030点，我又进去了，2 050点的时候又把我打出来，这叫锲而不舍。死扛是什么？死扛是冲进去的时候不管，怎么样我都不管。

锲而不舍，如果一直错的话，对自信心是一种极大的摧残，这种摧残其实是一种财富，当最别扭的时候扛过来，然后赚到了一笔钱之后，你会觉得这个事情很简单。你如果真的能熬过去，然后做到知行合一，看对，忍受住了波动跟折磨，最后做成功了，对你的自信心是极大的帮助，基本上你就能够体会到勇者无畏的含义。

**4.** 加速的阶段降低杠杆避免高波动

我们要学会加杠杆，不要赌杠杆。一旦加速，先把杠杆拆掉。

**5.** 浮动止盈

浮动止盈跟上，要用利润赌。我们要学会享受“1＋1”，用利润赌，至少保证了本金不出问题。

**6.** 对冲加轻仓

杠杆运用这么些年，给我的感觉是，如果用杠杆去做长线，应该对冲加轻仓。杠杆长线的秘诀就是轻仓，仓位一定要轻。不然的话，很难抵抗市场的波动。

# 第四节 信息的收集与判断

对于个股选择、宏观选择，我们在信息的收集和判断上有以下几个需要注意的问题。

**1.** 有专业的知识和技巧

在交易过程中，交易员肯定需要专业的知识和技巧。最起码要看得懂财务报表。对于一个行业基本面的分析，对于整个行业的产业链流程应该都理解。要有一些最简单的交易技巧或者分析技巧去辅助。比如，懂得去横向比较、纵向比较，比行业、比地区，去进行分类的统计。

**2.** 有大局观

你要知道哪些是主要矛盾，哪些是次要矛盾。要顺大的势，要顺政策和宏观的大势。

**3.** 信息收集需要坚持不懈

信息的收集需要坚持不懈地定期跟踪。不光是对长线个股的研究，做短线交易的人对每天操作的每一只股票，今天支撑位多少，操作计划是什么，都应在一块屏幕上写得清清楚楚，这样做心里就会非常有数。这样做想不赚钱其实都很难的，坚持不懈对自己的提高肯定是有帮助的。

**4.** 注意信息中的杂音

杂音就是有真消息有假消息，有胡说八道的东西。比如当时我研究天士力的时候，有一个中科院的院士说复方丹参滴丸有毒，当时很多人跟着一起说这个药有毒。这是不是杂音？全国销售额10多亿元的药，上市已经快10

年了，有毒现在才被发现概率是很低的，这其实就是杂音。

**5.** 众口一词的企业一定要小心

不管是大家众口一词说好，还是众口一词说不好，我们都要小心。因为众口一词说好，价格一定不便宜；众口一词说不好，肯定有不好的道理。所以不管是哪种众口一词，对于这样的企业，我们都要小心。

# 第五节 行业选择

对于当前重点选择的行业，我把它分成两大类：一类是非周期类，一类是周期类。对于这两类的讲解，下面都是我个人的观点，大家可以有选择地吸收。钱是自己的，观点是我的。

## 一、非周期行业选择

**1.** 人工智能和自动化

我觉得现在如果选重点行业，我会把人工智能与自动化作为首选。因为我们的人力成本确实是在逐渐提高的，所以人工智能和自动化是对应时代脉络的。

**2.** 大病种特效药

别的行业我不敢说，对药品行业的研究，我觉得自己比市场上90%的研究员水平都要高，因为我自己做药品研究时间很长。而且我的观念和很多人不一样。之前国内药品的定价，是发改委按成本定价。很多人觉得：一个心脏支架的成本才多少钱，卖给我们多少钱，太贵了。其实，我们不应这样思考。同样一粒药丸，虽然成本只有10元，但是这个成本没有涵盖企业的研发成本。大家现在都在说，中国没有多少自己的独创药。为什么没有？哪个药品公司敢去做药品研发？为什么药品研发都是美欧的药企在做？因为它们对于医药的专利保护是最完善的，如果都按成本定价的话，那些公司早就倒闭了。很多公司为了研发一种药出来，甚至要花上百亿美元的成本，这些成本全部都包含在药品售价中。那么国内的药品企业为什么不愿意去做研发投入？因为发改委定价是按成本定价，根本不考虑企业的研发投入。最简单的方法，企业做普效药，做特效药，发改委说定价太高。有的企业还会选择另外一条路——仿创。在人家研制的药方里加一点没有什么作用的成分，但是两种药的配方就不一样了。

但实际上这不是医药行业前进的方向。尤其是在中国，人口众多，我们在大病种上面人口基数太庞大了，一旦我们的药品在定价方面向药效靠拢，不再以成本定价，而是以药效定价，以消费能力去定价的话，医药行业发展真的会很迅速。所以对于医药行业选择，我就六个字：大病种特效药。

**3.** 医疗资源类

非周期性行业，一定是跟人类生活即衣食住行密切相关的。一旦我们的社会进入老龄化之后，医疗资源的需求量会迅速提升。所以从2012年到2013年的时候，我开始关注一些上市的医院。

**4.** 老龄人口服务保障类

为老龄人口提供服务和保障，包括别的跟老龄化相关的行业。比如殡葬产品和丧葬一条龙服务。

非周期类的在今后几年甚至十几年，都可以反复运作。在择时上，高了，觉得整个市场的时点不太对了，先出掉；低了，再接回来，这样反复操作。

## 二、周期行业的判断

**1.** 去产能化是主要潮流

去产能化的过程，是行业大浪淘沙的过程，是一个行业重新洗牌，找到新的增长点的过程。

**2.** 资源类企业风光不再

在这个过程中，资源类企业风光不可能再有。所以不要把更多的精力倾注于煤炭、有色金属这些原材料上面。应该关注哪里？应该关注产成品环节。比如今年倒掉了一批钢厂，关停并转了一批之后，应该去买钢厂，因为利润又要回来了。

**3.** 关注长期低油价下化工类公司的机会

大家去看一下上海石化的业绩预告，2015年的业绩增速大大超出预期。因为油价长期低迷，而它的产成品价格没怎么降。这样的公司其实有很多的，只不过是应该在哪个时点关注的问题。

**4.** 产业利润在工业流程中转移的机会

比如黑色链条，最上游是铁矿石，是矿山；中游是铁矿石的贸易商；再往下是钢厂采购；采购完了之后，钢厂生产出来产成品，比如坯材、线材、板材，卖给下游，再做成家电、汽车、空调。在这个产业链里，产业的利润在不停地游走。那么，现在的利润在哪儿？现在除了矿山挣钱，别的都不挣钱了。那么，在下一阶段，是矿山的利润吐给钢厂。产业利润要从矿山端往产成品去滑，它滑过来的过程就是我们挨个去买的过程。先滑到钢厂，我们就应该先买螺纹钢抛矿石；利润从钢厂再往下游走，那我们就再往下面去，就去抓产业利润游走的这个格局，只需要做一个大的正确的方向就行了。在产能削减的这个大浪潮里，它一定是从原材料端往产成品端靠近，所以我们要关注产业利润，在工业流程中转移这样的机会。

## 三、对银行股的看法

**1.** 没那么好

银行股这么便宜，一定是有原因的。比如银行的呆坏账一定会大幅度提升，这个没有什么可探讨的。说起银行股，很多人觉得它非常好，我承认它是被低估了，但是这个低估其实没我们大多数价值投资者认为的低。

**2.** 也没有那么差

很多人认为中国的银行都不行了，都该破产了，这个思路是错的，为什么？原因如下。

第一，历史低估的悖论。银行股历史低估值下有一个超级悖论。对于银行股的历史低估值，市场给出的解释是：呆坏账会变多，中国的实体企业会面临崩溃，从而导致银行的坏账压力巨大。如果我们承认是这种情况，那信用债为什么这么贵？现在信用债的收益率非常低。收益率这么低，它隐含的含义是：这些企业到期都可以还本付息。如果都可以还本付息的话，银行为什么会有呆坏账？有一个朋友在网上回答我说：因为是银行最终兜底这些账目，也就是说是银行在买信用债，这样说有道理，但只是一种可能的情况，实际上不是银行买信用债的。

为什么当时我对这个行情不是很悲观，而且也愿意做买A50（新华富时A50指数）抛标准普尔指数这样的对冲，就是我觉得大家还没有意识到，银行股的低估和信用债高估之间的矛盾。从某种意义上来讲，如果我可以这样操作，一定是赚的，而且一定是大赚。

第二，利率自由浮动和存款保险带来的违约风险。双降之后，对于利率自由浮动和存款保险这两方面，我们现在就看得更清楚了：一方面是加入SDR，另外一方面是存款保险与利率自由浮动。这两方面会导致我们将来的一些小银行也许有违约的情况出现。

所以，安全的银行一定是大银行，这是一个大前提。比如，某一个小城市的城商行很难吸引特别大的单一个人账户。因为存款保险就50万元，而且这些城商行往往会遇到一些莫名的风险，例如，鄂尔多斯城商行在鄂尔多斯这个城市不行了之后，能不能去兑付大部分的存款？我觉得这也需要打一个问号。

本章小结

## 长线的一些忠告

长线交易应有闲钱、闲情和闲心，交易才能不为生活所迫，不被压力折磨，也不用担心盈亏。

第一，择时比选股更关键，也更简单。如果对于择时能力比较自信，也可以去买ETF。

第二，长线并不是死捂住不放，跟着择时也要来回走，尤其是针对科技类的公司和新兴行业，要不断地提高自己的回撤底线。因为新兴行业很有可能热一阵子就没有了。比如团购网站，我们现在看到的就比较少。比如巴菲特，他不买科技股，你说有没有道理？他最起码回避了科技日新月异的发展给他长线持仓带来的不确定性。柯达是一家100多年的公司，说没就没了。所以，就算是用长线的思路去参与，我们仍然要把回撤底线逐步抬高，来保证我们的亏损是可控的。

第三，慎用杠杆，或者不用杠杆。我特别反对大家去融资买银行股，从交易手段到交易理念全错。如果你想融资买银行股，开个期指账户，去买上证50就行了。

第四，长线股一定有一个从低波动率到高波动率，从低换手到高换手，然后换手逐渐减少的过程。

# 高级
# 课程



# 第十章
# 如何构建交易体系

## 第一节 高级课程概述

本篇一共包含五章。本章是总纲领，有一些内容在初级课程和中级课程已经简要介绍过。从本章开始，我带领大家进入专业交易的领域。

### 一、欢迎探讨和质疑

初级和中级课程的内容，基本上是你不听我的，肯定会吃苦头。但到了高级课程之后，我已经不再是绝对权威。大家一定要想清楚，因为也许我的一些观点未必对；更关键的一点是，我的一些观点也许并不适合你。所以，我们可以一起探讨，也欢迎大家质疑我的观点。

### 二、高级课程学什么

我想告诉大家，一个职业交易员，在低风险领域、中等风险领域、对冲领域、逻辑构建领域应储备知识，在交易模式、交易逻辑和交易框架方面应具有专业技能，并能起到一些作用。这个作用不光是对大家有帮助，对我自己也有帮助。对于我来讲，在这本书的出版过程中，我相当于把交易体系重新梳理了一遍。如果有读者能就书中的一些观点与我一起进行充分的探讨，那么我非常感谢他。因为这种相互探讨，互相理解某一种交易逻辑，甚至为我打开一扇窗，对我来讲是有非常大的益处的。

### 三、需要什么样的条件

大家一定要明白，要满足什么样的条件才可以对高级课程中的内容进行实践操作。坦白地讲，我认为高级课程更适合成熟的交易者。因为成熟的交易者知道自己是干什么的，长处在哪里，知道自己的方法，知道挣谁的钱，赔哪里的钱，愿意承担风险。另外，这跟每个人自我学习的能力也密切相关。

### 四、平时应该怎么积累

高级课程涉及对冲、期货、期权、股指等内容，这些知识从哪里积累？我告诉大家，这些内容最好的来源就是交易所的网站。在交易所的网站上，有我们想要的所有资料。

这种积累是一个循序渐进、细水长流的过程，并不是今天学了，以后就不用看了。包括我自己，也要经常地翻一翻，可能一些交割制度、交割品的标准也会有变化，需要不断学习。

# 第二节 市场品种框架

市场的交易品种，按不同的标准，大致可分为三类：第一类，商品；第二类，固定收益产品；第三类，股票。

## 一、商品

商品主要分为现货、期货、期权三大类。

## 二、固定收益

对于固定收益类的债券来讲，我们经常交易的是204001（1天国债回购），包括正回购和逆回购。

债券分为信用债和国债，这两种债券都是现货券。

现在的国债期货品种只有两种：5年期国债期货（TF）和10年期国债期货（T）。

这两个品种都是以交易价格报价的，而实际上我们在银行间市场做交易的时候是按照收益率报价的，两者之间的换算大家要学会。可以用XRR函数来算，也可以用票面利息来算。我现在经常用的，比如现在100元面值的5年期国债，票面利息是3%，如果价格是100元，收益率就是3%。如果价格是101元，因为是5年到期，一年折0.2元，它的近似收益率是2.82%~2.83%。如果你想要特别精确的数据，可以登录中央国债登记结算有限责任公司网站，那上面有国债收益率详细的利率曲线结构。关键要理解收益率和价格的关系：收益率越低，价格越高；收益率越高，价格越低。

另外，也要了解一些专业术语，比如基点，2015年10月23日10年期美国债券收益率下降了4个基点，4个基点就是0.04%，相当于万分之四。一个百分点是100个基点，比如央行一次降息25个基点，实际降息0.25%。

利率掉期，海外市场有国内却没有，它揭示的是标的债券违约的概率。违约概率越大，利率掉期的数值就越大。

## 三、股票

### 1. 正股

跟股票相关的，就是正股。

### 2. ETF

和正股搭配的是ETF。

### 3. 期指和衍生品期权

和ETF搭配的是期指，同时还有ETF的衍生品期权。

市场品种共有三个框架，其中包含了商品、债券、股票。在这些交易框架里面，大家做得最多的是正股、期货、期指和衍生品期权。做债券的比较少，商品期权国内在2015年还没有推，直到2017年豆粕期权在大商所上市，当时商品只有场外期权可以做。

有关市场品种框架参见表10-1：

表10-1 市场品种框架

| 类别 | 品种 | | | |
|---|---|---|---|---|
| 商品 | 现货 | 期货 | 期权 | |
| 固定收益产品 | 回购 | 债券 | 国债期货 | 利率掉期 |
| 股票 | 正股 | ETF | 期指 | 衍生品期权 |

那么，在这些交易品种里，什么样的品种最容易有机会呢？是衍生品。大家记住：衍生品是市场情绪的风向标。比如，2014年12月底，沪深300升水120个点以上，当时沪深300的点位在3 200点左右，升水120点相当于

升水了4%，而当时离到期交割只有不到20天的时间。20天4%的无风险收益是非常高的，这说明市场情绪非常狂热。2015年10月30日中证500贴水300点，中证500的指数价格不到6 800点，贴水300点，意味着一个月就贴将近5%，那一年要贴50%了？这也揭示了市场的情绪，说明大家对于小票还是很悲观的，认为它随时会倒。

在这些衍生品的品种上，我们可以看到情绪的作用是比较明显的，我们在大量地做套利或者做对冲的时候，就要用到这些品种，通常在这些品种上机会也相应地多一点。

# 第三节 交易方法分类

## 一、交易方法概述

主要的交易方法有四种：期现、套利、对冲、投机。参见表10-2：

（一）期现

期现是做期货和现货关系的。

**1.** 期现的分类

第一种是商品期现套利，简称商品期现套。商品期现套的含义，我可以打个比方。我有现货贸易背景，那么我把货物进口过来，然后在期货市场上做空，这就是商品期现套。我也可以去现货市场上采购，注册仓单，同时在商品期货上做空，然后去交割注册仓单。如果我买的低，卖的高，中间的费用包得住，那就赚钱了。

表**10-2** 主要交易方法

| 交易方法 | 种类 | | | 专业难度 | 交易难度 |
|---|---|---|---|---|---|
| 期现 | 商品期现套 | 股票期现套 | | 最高 | 简单 |
| 套利 | 跨品种套利 | 跨期套利 | 内外盘套利 | 高 | 较难 |
| 对冲 | | | | 较高 | 难 |
| 投机 | | | | 低 | 最难 |

第二种是股票期现套利，简称股票期现套。对于做股票的人来讲，可以买沪深300的全样本个股，同时抛一张期指，到了最后一天，或者倒数第二个交易日，它们两个收敛到0的时候平掉，这是股票的期现套。

这是第一大类——期现。

**2.** 期现的特点

第一，期现是无风险的交易。你做的时候就已经知道，最终能赚多少钱，但也许过程中会亏很多。比如，沪深300的现货价格是3 000点，沪深300指数期货的价格是3 050点，两者有50个点的价差。这50个点的价差，成本大概是10个点，扣除成本，在理论上，能赚40个点的利润。

第二，期现的风险在过程中。但是，在实现这40个点的利润的时候，它的路径并不见得是从40个点到0这样来实现的，也许是从40个点到140个点，甚至是540个点，最终又回到0。那么，在这个过程中，也许会有大量浮亏出现。比如3 000点现货，3 050点期货开上去了，它俩价差本来是50个点，结果第二天股指发疯了一样升水了120个点，那么账上浮亏立刻就是70个点，但是到交割日，它仍然会回来。

所以这种交易模式比较像债券，你只是知道起点和终点，做的时候是起点，交割最终收敛是终点，但是这个收敛的过程也许不如你想象得那么好。如果收敛的时间特别长，这个期限套的不确定因素就会更多。反之，如果交割的时间很短，它的确定性就比较高。换言之，如果还剩3天到期，升水50个点，那你就应该大力地做。如果还有一个月，眼下只升水了50个点，也许你要考虑一下，一个月赚40个点划算不划算。

包括我们做商品的期现也是这样。2015年10月30日网上有人说铁矿石1月要逼仓，11月还没到，就去逼两个半月之后的仓，这是不可能的。真正逼仓，会在12月下旬。为了不给空头找仓单的机会，只有到临近交割的时候，去做这个基差才是有的放矢，确定性强。

（二）套利

套利有多种方式方法，包括商品跨期、跨品种、内外盘，都属于套利的范畴。比如，起初提议上海原油期货[1]，既可以用人民币报价，又可以用美元报价，其实就相当于一个外汇期货，可以买美元的品种，同时卖人民币的品种，相当于在做人民币的贬值。大部分的套利，都不是无风险的。比如，股票的要约收购可能面临失败。基于分级基金的，可能有两天的风险敞口，哪怕用期指锁上，也面临着一个流动性或者是折溢价突然变化的问题。

在这个范畴里面，它的专业和期现不一样。期现没有投机的成分，看到期现，就看到了这个期现的价格是否覆盖成本，如果有利润，要看这个利润符合不符合收益率的要求，符合就做，不符合就不做。在做的过程中，要做好资金管理。这是期现专业的地方。套利专业的地方在于：如果是跨品种的，你对这两个品种的逻辑架构关系理解不理解？如果是生产流程套利，对整个生产流程是否清楚？比如，从铁矿石到螺纹钢，过去利润一直在矿山，后来利润到了钢厂，那么，此时如果买螺纹钢抛矿石的话，大概能赚4个月的钱。可再后来钢厂普遍亏损，连宝钢都亏损了，那么应该倒过来做，买矿石抛螺纹钢。这个套利对你的专业要求就是应该很深入地了解产业结构。

（三）对冲

对冲和套利唯一的区别在于：套利是有逻辑依托的，对冲有逻辑点在，但是逻辑不明确，或者说没有联系特别密切的现实交易逻辑。比如跨品种套利，可能买煤、甲醇、聚乙烯，但全部是跨在同一个产业链里。做对冲的话，也许产业离得就比较远，可能买了个猪肉，卖了个鸡蛋，或者买了个欧洲，卖了个美国，这种叫对冲。所以，套利可以看作是一种完全对冲的形式，或者一种对冲的特殊形式。对冲的范畴更广一些。

（四）投机

投机很简单，就是简单直接地买或者卖。

## 二、期现交易

**1. 基差**

期现交易的核心在于获取基差。基差就是现货价格和期货价格的差额。期现配比很简单，买多少现货，卖多少期货。比如，买1 000吨焦炭现货，空1 000吨的焦炭期货，焦炭期货一手是100吨，那就空10张。

**2. 升水贴水**

通过基差，我们引出来两个概念：一个叫升水，一个叫贴水。现货比期货贵，那么是现货升水，期货贴水；反之，现货比期货便宜，那就是现货贴水，期货升水。谁贵谁升水，谁便宜谁贴水。

**3. 买现抛期**

我们做期现交易的核心在于，买现货抛期货。现货我们很难抛，只有在极特殊的情况下我们可以做反式的，所以只是做了个虚拟的买现货交易。

比如，有一家保险公司，10年期理财型的保单每年分红2%，10年期国债收益率每年3.3%。通常情况下，当有一笔保费收入的时候，这家保险公司总是买上相应的10年期国债，用国债的分红覆盖保单的分红。假设，现在有1 000万元的10年期理财型保单，不能有风险敞口，那它就要去买1 000万元的国债现货，但是现在市场买不到1 000万元的国债现货，这时候怎么办？先买1 000万元的国债期货，等去买国债现货的时候，在买1 000万元的现货同时把1 000万元国债期货的多头头寸平掉，这实际上是多头套保。多头套保的主要目的是对冲保单的风险，但是有时候偶尔也会拿到基差。

**4. 获取基差**

最常见的多头套保拿基差的情况是铁矿石。比如一家钢厂，现货铁矿石升水幅度特别大，期货铁矿石月月贴水，虚拟库存更加便宜，那么它去储备库存的时候，可以不备实体库存，直接在盘子上买虚拟库存。钢厂月月都有采购计划，出来一个月计划，就在远期买一个月的虚拟库存，比如买50万吨，一张单子是100吨，那就做5 000张单子，下个月也做5 000张，一轮一轮过来。到了当月到现货市场去采购，然后平掉期货上的多单就行了，等于把所有的敞口全部封闭死。最起码在买远月的时候，已经占到了便宜，这其实是多头在获取基差。

那么，空头获取基差就是我们所谓的买现货抛期货的过程。在股票市场上，现在不存在期货的多头可以获取基差，因为没有做空机制去卖现货。

所以导致我们市场的期现结构，比如中证500指数贴水贴了4.5%以上，年化收益率超过50%。为什么会出现这种情况？因为我们没有做空现货的工具，如果有做空现货的工具，那么空136万元的现货同时买一张中证500指数合约，一个月之后收益率就是4.5%，这个基差马上就会回来。

**5.** 基差的特点

为什么会出现基差？基差出现有很多因素，但我认为最关键的是市场的投机情绪。基差典型的特点是：在顶部的时候一定是大的back（backwardation的缩写，意思是期货远期贴水），在底部的时候一定是大的contango（期货远期升水）。

一般来讲，在顶部的时候，我们看到远期都是大贴水的。比如当时铁矿石现货在900元的时候，远期是在800元。在底部的时候，远期都是大升水的。比如，原油跌到20多美元的时候，远期月月升水2美元。所以当时高盛、美林这些大投行纷纷租油轮，买大量的原油囤在公海，让这些油轮在海上飘着，然后期货市场上月月卖空，3月换4月、4月换5月，等到期现合拢的时候去交割。这样，每个月升水2美元，一年要翻倍了。基差的获得主要就来自市场的偏离。

**6.** 核心要素

核心的要素是什么？是我们要去计算最合算的交割物的价格。大家一定要体会“最合算”这三个字，不是所有的交割物都可以作为期现计算的依据。比如玻璃这个品种，华尔润（华尔润玻璃产业股份有限公司）自己取消了交割库资格。为什么？因为它的交割品永远交不进去，太贵，没有人愿意去买它的仓单往里面交。

国债期货有一个概念叫CDT，就是最便宜的可交割券。当做空一手国债期货，交割的时候，要交100万元的国债现货，可以交割标的券里的任意一个。但是这些标的券因为久期和票面利息不同，所以每一只券都有一个转换因子。用转换因子计算之后，会发现有一些券最合算，那么我们把最合算的这个叫CDT，它是最便宜的可交割券。这个CDT的价格，其实决定了到期交割的期货价格，如果国债期货价格和CDT价差足够大，那么就买CDT抛国债期货，如果可以融券的话，还可以倒过来做。所以，期现交易看现货的价格，就是看CDT，或者商品期货中最便宜的仓单。那么，什么样的仓单在交割上对空头有利？如果最便宜的仓单可以大量复制，那么这个仓单我们通常认为对空头最有利。哪里的仓单最便宜，只能通过现货商来打听。目前股指期货是现金交割的品种，不然做空没券交，最终逼空的概率就会比较大。

## 三、套利交易

### 1. 盈利来源

我们在进行任何套利之前，都要想清楚：我赚谁的钱？换句话讲，这个套利交易，最终是以谁的亏损为代价，盈利来源在哪里。大部分时候，我们的盈利来源主要来自以下几方面。

第一，市场情绪。比如，多头比较冲动，远月的升水比较大，那么就可以买近抛远。或者，在一个生产链条上，大家都认为钢厂要破产，即便钢厂的盘面亏损现金流已经100元了，还是有人愿意买矿石抛螺纹钢，那他们就是要把钢厂打得再惨一点儿。

第二，市场结构。2013年铜的近月和远月价格曲线是一个典型的U形结构。假设第一年11月的价格是51 000元，12月价格是50 600元，第二年1月价格是50 200元，2月、3月的价格是50 000元，4月变成了50 200元，5月变成了50 600元，7月变成了51 000元，这个价格结构是前面高，中间平，后面又翘起来，那么这时候应该怎么做？如果这个结构始终维持，就应该买在这个U形的左下角，抛在这个U形的右上角，随着时间的推移，左下角会跑到U形的左上角，你的多单在占便宜；然后你在右上角的空单会变到右下角，你的空单也在占便宜，只要这个U形结构一直持续，在这个U形结构里就能一直赚到钱。最大的风险是这个U形结构变了，变成了一个非常陡峭的直线，往右上角跑的结构。

第三，实体企业。为什么能够赚实体企业的钱？因为实体企业套保方向和我们套利的方向相反。

### 2. 安全边际

套利交易的另外一个问题就是你的安全边际在哪儿？这个安全边际，跟很多做长线的人想法是不一样的。很多做长线的人觉得，安全边际就是巴菲特讲的“护城河”，买得越便宜越好。做套利，其实考虑问题的方式不同。当做套利的时候，首先要问自己，有没有能够确定地保护自己的装置？

第一，基差保护。比如矿石现货400元、期货350元，螺纹钢现货1 800元、期货1 850元，我们首先要看安全边际在哪儿，如果买矿石抛螺纹钢的话，螺纹钢至少有50元的现货期货升水，矿石有50元的期货贴水，这是在基差结构上的一个安全边际。

第二，现货企业。当做套利的时候，一定有隐藏的含义在里面。比如你买

矿石抛螺纹钢，为什么呢？一旦减产，矿石的需求量就小了，对于楼市的供应也小了，这对螺纹钢的价格提升是一个利好，对矿石的价格是一个向下的压力。所以，买矿石抛螺纹钢，是赌钢厂不减产。那么，另外一个安全边际是钢厂短期会不会减产检修，如果钢厂眼下的高炉开工率很低，那么买矿石抛螺纹钢就是有安全边际的。因为钢厂的开工率已经很低，可能不会再低了。这是现货企业的生产角度的另外一个安全边际。

第三，产业政策。国家产业政策保护，比如现在去买矿石抛螺纹钢，在产业政策上就有问题。所以，真正重要的是产业政策，宏观上的安全边际就体现在这个地方。基差只影响临近交割的月份，如果拿得比较久，后两个原因才是我们做宏观套利的主要原因。

我做套利交易，吃亏大都是这两种情况：要么停损晚了，要么止盈晚了。换句话讲，就是太贪心，老想一口气把利润拿足。所以，停损非常必要。自己设定一个限度，比如，在4.0的比价进去，大概在3.9的比价时就要停损了。

**3.** 套期保值

最后，我们在套利交易上，一定要密切关注现货企业套期保值的动向，也许会产生很多套利机会，也许会成为一个套利陷阱。

比如，近月的焦炭价格贴水很凶，远月的焦炭价格还在升水，计算以后你发现买近抛远有利可图，做进去以后又发现，自己接了一堆焦炭再往后转抛有很大的问题。它动一下7%的焦沫就出来了，你的成本损耗仓储费用特别高，只有理论上的价格。但是，一旦考虑了焦炭企业的套期保值，你就会知道，原来是大量的焦炭企业在近月都有比较冲动的套保需求，它们都在往盘子上卖货。而实际上，投机多头愿意接货的寥寥无几。在这种情况下，这个品种被打得大幅贴水。

**4.** 逼仓

一旦牵涉到现货企业的套期保值和交割，可能就有逼仓的问题。从理论上讲，多头逼仓具有天然优势，因为只要有钱就行。多头空头在微博上互相喊话。空头说：你有钱吗？多头说：你有货吗？我见过的逼仓，基本上是以多逼空为主。尤其是在2015年这一阶段，动不动多头逼仓就出来。为什么？这是商品经历了一轮大熊之后，很多多头想抄底。并且期现的结构对于期货的贴水又比较大，所以在这个时候，市场已经陷入了空头习惯性做空的境地。它觉得：看空的预期过了，大贴水已经过分地体现了悲观的预期，所以想去做个多头接接你的货。

逼仓牵涉到交割制度，很多人的思路是这样的：如果是多头逼仓，不管三七二十一，从2 000点开始直接扛，把你扛飞掉，然后就无量跌停板，交易所规定三板强平，等着交易所三板把我强平掉就行了。比如，1501的甲醇就是最典型的例子，一家大型现货企业参与了，结果交易所没有强平，多头逼仓失败，一下就崩溃了。

我认为：如果我们想长期参与期货市场交易的话，不要把逼仓看成是理所当然的，也不要觉得逼仓是一种很犀利的手段。如果做投机或者做套利做到要去逼仓，基本上已经败了。一定要分清楚商品的主次，把主要精力放在供求研究上。至于博弈的那部分，市场会去教育那些不服的人。

## 四、对冲交易

现在市场上比较流行的是对冲交易。国内自从2010年开始有股指期货以后，基于对冲的模型出来很多，有阿尔法的、股指和现货的、各品种对冲的，还有一些主题基金，全是做对冲的。关于对冲，需要考虑的方面主要包括以下几个。

### 1. 对冲什么

我们现在谈对冲谈得比较多，我的感觉是：在朋友圈里聚会，或者去参加一个论坛，这个论坛里的嘉宾如果没有人谈对冲的话，好像档次就不够高，其实不是这样的。我们如果去考虑对冲，首先要想一想对冲的到底是什么。

### 2. 是否有必要对冲

比如，我认为我买的股票现货都很好，只有一种情况我的股票现货会崩掉，那就是这个市场出现了问题，如果可以对冲掉市场毫无目的的暴跌，那么就应该去空期指。这样的话，等于是买了现货，抛了期指，看上去像是期现套，但实际上不是。因为我不可能去做交割，仅仅是用期货上的空单锁定了系统性风险，在出现“黑天鹅”之后，可以免受伤害。这就是对冲的雏形，为了对冲系统性风险。

那么，现在我们可能对冲别的一些方向。比如欧洲央行又开始实行宽松政策，那我就可以买欧股，同时抛美股，因为欧股涨得比较好，我比较担心美股出问题，全球市场下来。或者我可能会买欧股同时抛欧元，这其实已经不是对冲了，很像两个同向的单边，这种情况其实完全没有必要对冲。

### 3. 对冲的方法

对冲交易并不一定是一买一卖。有可能两个都是买单，也有可能两个都是卖单。不存在交易一定是不同方向的，只要回避相应的风险，起到对冲的作用就可以了。比如，我买一个中证500指数的股票组合，然后买等值的升水最大的期货合约，这样就可以做一个现货和一个期货的对冲组合，在盘中把一部分涨的差的股票卖掉去追涨的好的股票，在收盘前我再换回来，在盘中来回搬砖。那么，这种组合风险在哪？风险在于期指出现大幅波动，先大涨，保证金金额不足，爆仓了，然后现货又大跌，再就是成交量大幅下降的时候，这种组合会因为大量的交易摩擦产生亏损。

**4.** 逻辑的相关性

比如我曾经买美债抛黄金。为什么这么做？因为当时就已经在谈论美联储QE（量化宽松政策）的退出，美黄金月月升水，美债月月贴水，一个季度美债贴水0.4美元。那么，这里的逻辑性是，挣美债的基差。

**5.** 头寸配比

第一，按照波动率配比。有些品种的波动率不一样，假设黄金的波动率是1%，美债的波动率是1‰，那么买美债抛黄金，配美债的资产数量就应该是黄金数量的10倍，如果买1亿元的美债，就应该空1 000万元的黄金，这样波动率才匹配。

第二，按照标的额配比。比如，买欧洲50抛标普，一个以欧元计价，一个以美元计价，300万欧元相当于360万美元。那么，买300万欧元的欧洲50，相应就要空360万美元的标普。

一般常见的对冲都是按等标的额配比，大多数品种波动率变化不明显，尤其像10年期美国国债，它的波动率基本上没有什么变化。当然，大家可能也要有一些前瞻性的思考，警惕它的波动率突然起来。

**6.** 介入和退出的时机

对冲交易的介入和退出时机是一个很复杂的问题，因为这不光决定了介入的那一刻的时机点，也决定了退出的止盈位置。这个很难，是大多数对冲交易赚钱的秘诀。

人云亦云的时候其实就是给利润的时候，这个时候去追也许已经晚了，这个时候应该想的是该撤了。我干这么多年也没有找到特别好的办法，总结下来就两句话：第一，要领先市场；第二，不能领先太多，领先一步最好。这个时机非常难掌握。

## 五、投机

投机很简单，就是简单直接地买或者卖。大家需要考虑的主要问题有以下几方面。

**1.** 用不用杠杆

一旦运用杠杆，就面临对于波动的承受力的问题。

**2.** 资金怎么管理

哪怕是做纯股票投机，大家也需要考虑，是满仓做，半仓做，还是三分之一仓位做，或者像很多人那样以3：3：3的仓位来做。

**3.** 花式交易

花式交易是我发明的一个词，我的一位朋友是这方面的好手。比如，A、B两只股票各投50万元，早上一看觉得A比B强得多，那就把B卖了全部补成A，快收盘前再换回来，还是A、B各50万元，这就是日内的花式，总在做A、B两者上涨和下跌之间的时间差。

比如，2014年上半年我天天做焦煤和焦炭，当时焦煤和焦炭的主力资金不是一拨人在做，经常会出现焦炭都已经冲起来1%了焦煤还没有动的情况，这时候可以立刻买焦煤抛焦炭，它俩一回来再换回来。包括现在银行股的“搬砖”，今天这只银行股涨，把它的多单挪到另外一只上，明天那个涨，再挪回去。花式交易带给我们额外的收益。

**4.** 长短结合

在投机里边，还有日内和长线的结合。现在像我的学生们，如果基本上每天稳定的话，能做到2‰、3‰的收益率，这已经非常理想了。如果你是长线投资某一只弹性没有那么差的股票，每天有2‰的额外收益的话，其实你选择的这个长线个股是什么已经不是很重要了。

## 六、交易方法总结

**1.** 本质上都是投机，只是风险收益比不同

就算是无风险的期现交易，也有波动的风险。那么换句话讲：大家都是

赌，投机是赌，套利是赌，对冲是赌，期现还是赌，只不过每种交易的确定性不同。

**2.** 必须了解规则和品种特点

这些交易方法，不管你做哪个，都要了解规则和品种特点，两眼一抹黑乱做肯定不行。

**3.** 专业难度依次降低

在这些交易方法中，专业难度最高的是期现，其次是套利，再次是对冲，最后是投机。

**4.** 交易难度依次升高

上述交易方法对交易能力、交易技巧的要求是依次升高的，做期现的人基本上不用太高的交易技巧，只要看清楚它的收益率自己是否认可就行了。

**5.** 必须清楚自己到底是什么水平

我这里有一个小测试，是很多年前在55168论坛上发过的一个投票测试。对应每一个年龄段的交易技巧，我都有八个字的评语，参见图10-1。如果你的年龄与这个评语是匹配的，就说明你只是普通交易者；如果你处于24～29岁的年龄段，但是你的交易能力是35～39岁的评价，那你就是非常有天分的交易者；如果你处于40～44岁的年龄段，结果你的评价还是初出茅庐、血气方刚的，你就不要从事这个行业了。

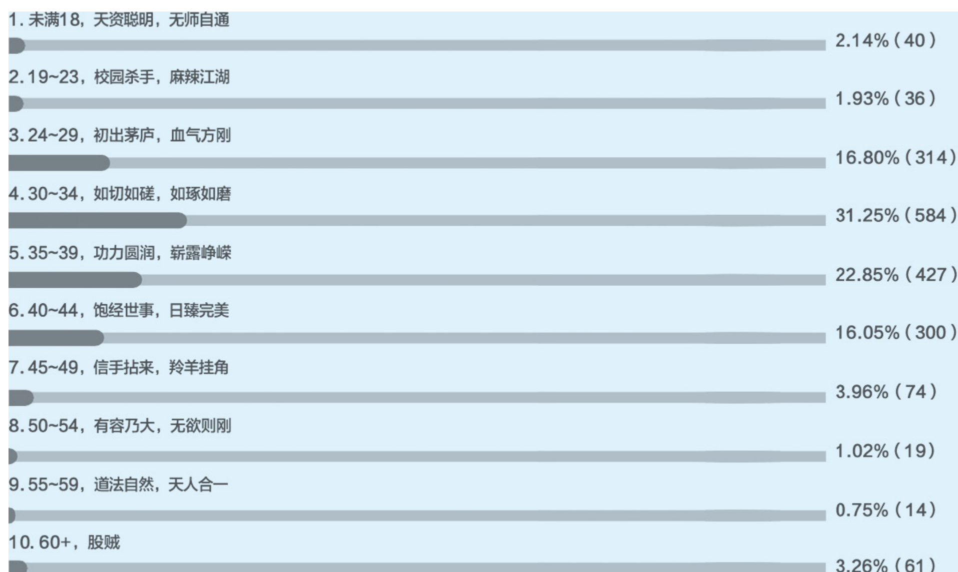



图10-1 交易技巧和年龄结构测试表

## 七、走上自己的交易之路

我一直在强调，要选择自己的交易之路，这主要包括以下四个方面的内容。

**1.** 性格适合

急性子不做长线股，慢性子不做日内交易。

**2.** 知识结构适合

没有研究过回归，没有学过数学，非要去搞量化，非要去搞阿尔法，这不是在跟自己抬杠吗？

**3.** 与学习能力匹配

学习能力分好多类，有些人给他们个游戏5分钟就会了，10分钟之后就精通了，那么他们就是做短线的好材料。还有一些人可以埋头研究一个专题，研究5个小时、10个小时，甚至10天，去比较40只股票里面哪只更好，那他们就是做长线的料。

**4.** 构建交易体系

要按照自己的性格特点确定交易方式和方法，构建自己的交易体系。

# 第四节 交易体系

## 一、如何构建交易体系

很多人问我，怎样构建自己的交易体系？我认为至少包括以下几方面的内容。

**1.** 你是什么样的人

每个人都有自己的人生观、价值观和世界观。你的人生观是什么？你活着有没有人生哲学？有些人说：我活得浑浑噩噩的，没有人生哲学。其实每个人都有自己的人生哲学，只是自己没意识到或没发现而已。

**2.** 你的投资（投机）方法论是什么

比如：有人提出来"捡烟头"的价值投资方法，永远买便宜的，这就是他的投资方法论；有些做套利的人奉行"我只占便宜不吃亏，看得见利润我再去，利润够了我再来，不够我就不要了"，这也是他们的投资方法论；还有注重现金流的，比如一个网友就只看现金流，每年的红利如果能超过6%，长期就可以买，至于这个资产损失，他根本不在意，"只要能保证长期给我6%的红利"，这是他的角度，他要解决的是怎么去发掘长期可以给6%红利的标的。

**3.** 你对市场的本质认识

你怎么去理解市场？你认为市场是对的，还是错的？你认为自己是一个顺应市场的人，还是一个找市场漏洞的人？你要根据自身的投资方法论来确定自己的交易方式。你如果是一个顺势者，是一个不抬杠的人，是一个痛打落水狗的人，那就应该去做短线，而且应该去做追涨杀跌的短线。你如果是一个喜欢抬杠的人，喜欢挑毛病的人，那就应该找一种方法去度量市场的错误，在市场错得离谱时进来。

**4.** 基于自己的交易方式去选你的交易模型

比如，你认为市场是错误的，要做错误的回归，那应该怎么去度量这个错误，这个错误到什么程度是离谱的，你下手的标志是什么？你不能泛泛地说：市场错了，所以我来了。它哪里错了？错到什么程度了？是错到拿头去撞墙了，还是左轮枪顶自己脑门上，准备开枪自杀了？到底是哪种错？你要有基于自身交易方式的交易模型。

**5.** 不断完善基于这个交易模型的交易技巧

总结、完善、修正，再总结、完善、修正，不断地重复这个过程。你的交易体系，要从一个简陋的框架不断地打磨，一直到根深蒂固。你知道自己挣什么钱，知道自己只适合挣这些钱，挣这些钱是最轻松的，那么你就做这个。

**6.** 交易没有对错，没有高下，只有适合与不适合

在交易中，大家首先要判断自己适合哪种交易，不适合哪种交易，其实交易并无高下对错，最重要的是看是否适合自己。所以投机或者交易，是非常隐私的事情。我们可以谈观点，谈判断，但是交易的方向其实是很隐私的事情。这个隐私并不是说我很保密，而是你有你的方式，我有我的方式，可能我们同时看多一个品种，但实际上你做多与我做多方式是不一样的。你做多可能就是买了不动，我做多就是顶上打打，底下打打，每天又是加又是减，你会觉得我每次都抄到底了，其实不是这样，也许我顶上还有砍仓的时候。每个人都不一样，这是很个性化的东西，所以交易没有对错，只有适合和不适合。

## 二、我的交易体系

我给大家举例子说说我的交易体系是什么样的。

**1.** 守恒

我的人生哲学是：我认为所有东西都是守恒的。这里付出得多，这里收获就多；那里付出得少，那里收获就少。对应这个市场，波动率小的个股，长期可以跑赢市场；波动率比较大的个股，因为都在损耗，长期会跑输市场。这是我的人生哲学，所有东西都是守恒的。

**2.** 市场永远是错的

我的投资方法论或者我的交易哲学是：市场永远是错的。

**3.** 套利交易

既然市场是错的，那我就选择套利交易，无风险也好，有风险也好，我就选这样的一个交易模式。

**4.** 背离体系

我要度量市场的错误，那就用背离体系。我自己总结了什么是顶背离，什么是底背离，符合这种背离体系的时候我就做。

**5.** 大中小三周期套用模型

介入的切入点，我自己总结出来，用大中小三周期套用，搭配我自己的背离体系。我只要在上面用得好，就行了。

**6.** 不断度量市场情绪的变化和偏差

我要不断地度量市场情绪的变化。比如，市场情绪是什么时候起来的，情绪点燃的路径是什么，在哪里引爆最合适。

这是我自己的交易体系。在实际交易的时候，我也在不停地实践这个体系，一遍又一遍，让它滚起来。真正有自己的交易体系之后你会发现，在你交易的时候，体系都没太大的问题，只是执行层面容易出问题。老老实实地按照体系做，就算是亏钱，心里也不会不舒服，是可以接受的。但是亏损往往不是因为体系的问题，而是因为自己的执行能力不够强。

## 三、各类体系的优缺点

**1.** 人生哲学需要时间体会

大家也可以参照我的交易体系，用这样的方式去排一排自己的交易体系。把这几个问题想清楚了，你的体系很容易就搭出来了，剩下的事情就是不断地磨合，不停地用。

**2.** 需要克服的人性弱点不同

各类体系优缺点都不一样，没有所谓的高下之别，只是某一种交易方式或者某一个体系需要克服的弱点有所不同。比如你按市场是对的这样一种交易哲学进行交易，那你应该做短线，做追涨杀跌，此时你要克服的是恐

惧，要勇敢，该追就追，不管是往上追还是往下追。如果是做背离的，那么你要克服的就是贪婪，已经出现顶背离了，你还想着它会再涨一涨，再等一等，那你就会输给贪婪。实际上，大多数没有体系的人，是先输给了贪婪，然后输给了恐惧。有自己体系的人，实际上只会输给一类，不会输给两类。那么，这些人只要克服那一类的弱点就可以了。因为这些人有体系作参照，最起码比别人省一半的心。

**3.** 没有高下，只有对你而言的难易

这里的优缺点，是没有高下之别的，只是对你而言哪种更难，哪种更容易，交易体系是个人属性很强的东西。

## 四、纯投机交易体系的构建

个人纯投机交易体系的构建，我认为应该包含以下几点。

**1.** 你的特点是什么

人的性格不可能既适合这个，又适合那个。复杂问题简单化，简单事情重复做。一定要有针对性，不要想着面面俱到，把一个优势做到头，不停地去重复一个很简单的东西。

**2.** 是做短线，还是做长线

如果你做的是短线交易体系，那你的切入标准是什么？买的标准是什么？卖的标准是什么？对于交易周期的要求是什么？对资金管理的要求是什么？纪律在哪儿？怎样总结和修正？这是短线交易体系要明确的内容。

你可以发现，短线交易体系对于确切的每一个动作都是给到位的，这是短线的特点。其实做短线就是在做细节，好的交易员一天能做到3‰，一般的交易员一天能做到1‰，一年下来他俩的收益率差50%。所有的短线交易体系都要做到明确，进有进的明确依据，退有退的明确依据。

**3.** 短线交易体系要素

短线交易体系的要素包括：切入标准、进出标准、交易周期、资金管理、交易纪律、总结修正。

如果发现自己的交易体系是针对短线的，自己的性格也适合做短线，那你

就在短线上做这样的分类，把这几条找张纸写上，贴到自己的电脑旁边。

我告诉大家，做短线想挣钱是不难的，短线做到最后就是：无他，唯手熟尔。反而是长线不好做，为什么？因为长、短线关注的焦点不同。短线是有标准的，能给到每个具体动作，而长线是给不到的。

## 五、长线交易体系构建

### 1. 要有市场情绪点的概念

举个例子，2015年9月底的时候，一个朋友给我发了一份10月国内外综合新闻列表，我把这些信息全部整理出来，列了一个时间表，国家领导人去哪儿，对应哪个概念，发现10月上半个月的核心词就是核电。这其实就是市场的情绪点，如果这些情绪点被不断刺激的话，一定要注意这个方向。其实这也是游资找题材股最简单的方法。

我在2015年交易时在外盘股指上回撤非常大，就是因为有两个情绪点漏了。第一个是欧洲央行扩大宽松规模，第二个是日本央行维持宽松。如果把10月欧洲央行的议息会、美联储的议息会，包括日本央行的决议，这些信息全部连在一起，就是一个多头排列。最后一个多头是日本央行维持宽松。为什么我在这轮反弹上吃亏了呢？就是因为干了这么多年，我还没有把整个市场的情绪点做得特别细。如果大家做长线交易，一定要把这些情绪点做细。比如长线做某一只股票，这只股票在今后2～3年的情绪点、大事件、进度表，以及哪个报表体现什么，你都心里有数，想不赚钱都很难。

### 2. 看到这些情绪点之后，脑子里要做推理和演绎

这可能就是一种纯发散型的思维，比如上海本地的消息不断，迪士尼在刺激，金改在刺激，上海的国资改在刺激，就应该选这类股票。本地股在扩散的时候，突然有一天爆出来了一个北京的环球影城，然后是首开股份、北京城建、中国武夷，这些个股在动。这不就是热点从上海本地股往北京扩散了吗？它的逻辑跟迪士尼不是一样的吗？区别在于迪士尼可能涨两倍，这个可能涨一倍。但是如果市场的资金愿意大力做多的话，说不定涨3倍都有可能。所以我们做长线交易，要会推理和演绎，要学会发散性地思考问题。

### 3. 整个逻辑框架在盘面上体现不体现

这与我们是不是要退出密切相关。基于这个逻辑框架去做的长线交易，结果发现，根本就没有体现这个逻辑架构，或者市场压根儿就没有谈论这个逻辑架构，市场没有交易这个逻辑，意味着这个逻辑大概是有问题的。如果这个逻辑有问题的话，要不要修正，怎么修正，应不应该退出？

**4.** 退出标准

这几个要素虽是基于长线的，但其实对于热点题材的抓捕也是有用的，也是往这个方向去考虑的。不管是哪种交易要素，不管是短线的还是长线的，在构建自己的交易框架时，你就会发现，关注点明显是不一样的。短线更加讲究纪律，长线更加讲究长期的逻辑体现。但是不管是哪种交易要素，退出标准总是很关键的，就八个字：硬性止损，浮动止盈。

本章小结

## 我的经验和教训

最后，谈一谈我的经验和教训。

**1.** 止盈很关键

大多数时候，让我很不爽的交易是把赚钱的单子拿到只赚了一点点，甚至亏钱。一定要学会适可而止。“宜将剩勇追穷寇”这样的事情，尽量不要做。因为我们所有基于痛打落水狗的做法，在加速的时候，总是期待后边还有好多。但实际上，尤其是杠杆交易，比如期货这种杠杆比较大的交易是很难的。2008年那种崩盘会有多少次，我干这么多年就遇见那一次。所以，把一些交易策略主要往这方面去靠，那是做小概率。还是应该做那种弯弯绕绕的下跌，不那么流畅，中间抽一下，然后我们再回来，重新空回去。

**2.** 杠杆交易慎用

大多数的股票交易者习惯了无杠杆交易，一旦运用杠杆，是非常辛苦的。尤其是在你很陌生的领域，比如债券的杠杆。有的人做期货还要配资做，期货的保证金是5%，他再做个1：5的配资，已经20倍的杠杆现在做到

100倍，稍微一晃就亏了。

**3.** 无负担交易

很多人把自己买房子的钱拿来炒股，把结婚的钱拿来炒股，这都是有负担的。因为这些钱是不能亏的，一旦亏了，你的压力会很大，你会崩溃的。可以想象一下，一个衣食无忧的人来做股票和一个每天必须挣50元吃饭钱的人来做股票，二者相比，后者的压力比前者大太多了。尚福林说过，做股票最好是三闲：闲钱、闲心加闲情。

**4.** 交易体系越简单越好

很多年前，我有一个交易体系非常复杂，以至于我自己经常搞混，明明该走却忘了走。交易体系应该越简单越好。

**5.** 爱上有分歧的品种

我现在发现品种的一个办法就是，一定要喜欢那些有分歧的品种。分歧越大越好，尤其是对于个股，有人说很好，有人说很差，那么这只股票一定值得研究一下。

---

[1] 中国原油期货于2018年3月26日在上海期货交易所子公司——上海国际能源交易中心正式挂牌交易，成为我国首个对外开放的期货品种。原油期货最终选择以人民币为计价货币，同时接受以美元等外汇资金作为保证金使用。

# 第十一章
# 如何做无风险交易

## 第一节 无风险套利的内涵

什么是无风险套利，无风险的内涵是什么？通常情况下，我们认为无风险具有以下两个特点：第一，知道起点和终点；第二，不用止损。因为我知道自己的预期收益是多少，所以做进去的时候不用止损。换言之，这是一个知道起点和终点的交易，我做这个交易，不用止损。

下面，我们具体考量一下什么是无风险。比如国债是知道起点和终点的，现在100元买，每年给年息，一共3年，到期之后还本付息。这听上去有道理，但是有人会说：这东西有风险，万一兑不出呢？有这样的概率，这种概率我们叫系统性风险，我们所说的无风险是不包含系统性风险的。因为如果考量系统性风险的话，那就什么事都不能干了。能把钱存银行吗？那怎么能存呢？银行会倒闭，就算不倒闭，骗子会把钱骗光，骗子不把钱骗光，去存钱的路上会遭遇车祸。所以，如果钻牛角尖的话，全世界几乎没有无风险的交易了。我们这里讲的无风险就是两条：第一，知道起点和终点；第二，做进去之后不用止损。

## 第二节 商品期现套

### 一、 商品期现套的种类

商品期现套有以下两种类型。

**1.** 买现抛期

最简单的无风险交易，就是商品期货的期现套。第一种期现套，买了现货做空商品期货。比如，11月买一吨铜，现货是48 000元，12月交割的铜，期货是48 500元，那我买5吨现货抛一张期货合约，到期之后，拉到仓库里面去交割。这就是期现套利。最终，我相当于通过期现套把这个货给卖了。在这个过程中，我需要止损吗？不需要。哪怕现货涨了，我也不用止损，除非是觉得卖到期货上太便宜了。那我把现货卖掉，然后把期货的空单平掉就行了。

**2.** 仓单交割

第二种期现套，不用入库交割，直接去买现货仓单就可以了。什么是现货仓单？就是符合交易所要求的交割库，标准货物都是放好的，这是一个标准货物的交割凭证。你去买这个仓单，然后抛期货，本质上与你拿现货抛期货是一样的，这也是一种期现套。

## 二、商品期现套的操作核心

做商品期货期现套的时候，我们应主要注意两个问题：第一是利润的计算，第二是杠杆的计算。

**1.** 利润计算

做商品期现套主要是获取基差。在做商品期货期现套的时候，首先我们要明白成本。比如48 000元买一吨现货，48 500元空一吨期货，因为要拿到交割，期货保证金应该在20%以上，如果是20%的保证金的话，要1万元。现货上，买现货要48 000元，一共58 000元，离交割时间有一个月，这一个月的资金占用利息、仓储成本和交割时产生的各种杂费都加在一起，如果比500元少，这些费用一共100元，我能挣400元，那这件事情对我来讲也许就值得做。这就是算利润。在算利润的时候，只考虑成本和交割价差，只要成本和交割价差划算，那就可以做。

**2.** 杠杆计算

如果有利润，自己认为划算，那是不是就可以做1 000吨、1万吨、10万吨、100万吨？做的量越大，对于期货来讲，抛压就越大；对于现货来讲，买的力量就越强。这本身就是一个压缩期现基差、期现利润的过程，在我们加杠杆的过程中，这个利润自动就被压缩掉了。压缩到什么时候就不压缩了？压缩到利润计算，发现不划算，那就没有人再去上这个杠杆了。

## 三、巨头困境

在商品市场，做期现套的非常多。有很多人利用各种方式和方法，在商品期货市场做期现套，包括一些国际巨头，比如嘉能可、渣打。为什么渣打被标普下调信用评级，就是因为在过去这几年，渣打也好，嘉能可也好，它们利用各种融资手段，大量地购买有色金属现货，在有色金属期货上面抛空保值。通过这样的操作，它们可以拿到两部分利润。

第一部分利润，是金属现货加工费的利润。这部分利润特别高，多的时候，像铝这样的品种，2 000美元的商品，加工费要350美元。这叫贸易升贴水。

第二部分利润，是整个金属的远期价格曲线，是以升水为主的，越远的合约越贵。比如：现货铝是2 000美元一吨；60个月以后的期货，2 500美元一吨；3个月之后的期货，2 040美元一吨。那么嘉能可等企业因为手上始终拿着现货，它们的这些空单就会往后展月，空单展月越卖越贵，等于它们拿走了两部分利润，同时控制着整个产业结构。在金属市场震荡或者是震荡慢牛的行情里面，这种收益率是非常高的。

但是，一旦金属市场或者全球大宗商品出现暴跌，它们可能就会面临比较大的现货头寸亏损。如果杠杆不能很快拆掉，它们还会面临现货跌价损失。同时，它们为了控制自己现货交割的能力，去影响远期的价格曲线，又要囤更多的现货来进行调节。这样的操作就会导致它们的资产负债表特别差。

2015年那一轮，嘉能可、托克、必和必拓、淡水河谷股价的暴跌，主要原因都是它们的资产负债表太差了。如果修复资产负债表的过程能够完成，那么它们就能够维持，否则就面临破产。对于嘉能可来讲，当时很多人认为它完成不了资产负债表修复。对于必和必拓和淡水河谷这些矿业巨头，它们修复资产负债表只有一个办法，减少债务。如何减少债务呢？开源节流。所谓开源，就是卖资产；所谓节流，就是裁员。卖资产有两种方式：一种是把之前囤的现货资产卖掉；另外一种是大量地扩大再生产，把出口规模扩大，用量来换利润。跌到这个份上了，一些大宗商品仍然不减产，就是这个道理。这其实也是末期大家互相乱杀快要结束的迹象。

# 第三节 股指期现套

## 一、股指期现套原理

### 1. 原理

股指期现套原理很简单，买股票现货，抛股指期货。只要股指期货比股票现货多，多的这部分就是利润。

### 2. 交易方法

假如沪深300指数现货3 000点，期指3 100点，那么，按照沪深300指数

的编制配方，去买所有的成分股，同时空一手股指期货。到期的时候，不算手续费的话，能挣100点，一个点赢利300元，那么，一张单子能挣3万元。

## 二、现货样本选择

大多数在市场上做股指期现套的人，都是用买一篮子现货抛期指的办法，而不用ETF。因为现货的冲击成本小，同时，现货股票的流动性好，不存在头寸做得大而平不出来的问题。

但是ETF有这个问题，尤其是沪深300指数。在2013年之前，做股指期现套，还没有沪深300ETF的时候，我们是用深100ETF和上证180ETF来做一个比例，拟合沪深300指数。当时的比例是3：1，上证180ETF是75%，深100ETF是25%。后来发现，2010年之后银行股表现很差，一路下跌，导致上证指数走势很弱，反而深圳股票走势很强。当时一些比较激进的人在做期现套的时候，就不考虑上证180ETF，直接做深100ETF。

实际上，不管用这两个ETF中的哪一个，它们都不具备充足的流动性。以3 000点计算的话，一张期指合约，账面价值是90万元（3 000点乘以300元）。90万元头寸的ETF是什么概念？按照当时两个ETF只有1元左右价格的话，90万份的ETF基本上要击穿2～3个价位。大家可以想象一下，ETF的最小波动单位是0.001元，那么90万份，多一个价位，就是900元，这个冲击成本太高了，所以这是不选择ETF的主要原因。

还有一个原因，ETF本身有溢价和折价，而且ETF的溢价折价的方向和期指的升水贴水方向刚好相同。

也就是说，当期指大升水的时候，ETF的交易价格是高溢价。看上去期指升水120个点，但做进去发现ETF可能只做到了60个点。等到平仓的时候，看着期指是大贴水的，结果ETF交易价格也是大贴水的，以为是负10个点平仓的，其实结果可能是负20个点平的。我们做现货一篮子股票的人可能挣了100点，而做ETF套利的人可能只挣了50个点。所以大家都用一篮子现货抛期指，而不用ETF。

ETF唯一的好处是可以用信用账户升杠杆。

## 三、现货配比

**1.** 最少两套头寸

现货配比，像我做这种套利的时候，至少做两套头寸，这是最小值。为什么？比如，2015年11月沪深300期指在3 800点左右，一份合约是100万元多一点，100万元去买300只股票，有很多股票是买不足100股的，不足100股，按照交易规则是不能申报的。这样，名义上是买了300只样本股，可实际上只能买到240只股票，多余的那些钱怎么办？只能去买ETF，你会发现它的跟踪误差特别大。如果做两套头寸，也就是说空两张期指，买200多万个股的时候，可以买到285只以上的股票，这样的拟合度，跟踪误差就可以控制在1‰以内了。理论上讲不到1‰的跟踪误差，就认为是没有误差。

**2.** 配方

沪深300指数的配方是有配方表的。这个配方表，大部分交易员都是自己做的。实在不想做，可以买一套Wind资讯的数据库。

**3.** 下单

下单，大家都是用程序来做的。做配方表，导入程序，鼠标点击，一次进行300笔委托。在这个过程中，我们需要什么？快捷的交易速度、方便的程序和尽可能低的交易成本。

**4.** 交易速度

交易速度这方面，市面上大多数能够做股指期现套的交易软件，速度都是一样的。那我们比的是什么？比的是通道的速度。最快的通道，大概4秒钟就可以把300笔委托全部做完。对于普通散户来说，在普通通道4秒钟做300笔委托连成交回报都看不见。

那么，问题出在哪里？出现在以下两个方面。

第一，通道快。现在很多软件商，像同花顺、通达信都提供专门的快速交易通道。这种通道，速度确实比较快。

第二，成交回报和行情读取速度快。

**5.** 交易程序

正常情况下，如果要做期现套的话，开户的证券商至少要提供两个便利：第一，多档行情，最起码应该是10档；第二，要有成交推送功能。

什么叫成交推送功能呢？我给大家普及一个基础的证券知识：当做了一个买入之后，你的券商会主动向软件提供商的服务器申请交易回报，申请到交易回报之后，再把这个交易回报反馈到你的交易终端来。但是我们做期现套的时候，当我的交易指令发出之后，不管成交与否，行情服务器和数据服务器都会把成交回报主动地推给我，我立刻就能收到这个回报。为什么这么设计？这是为了避免我去进行二次查询。因为程序化的查询不同于个人一下一下去点刷新键，程序读取回报的时候一秒钟刷新200次。比如，有可能我这笔委托是60套头寸，18 000张单子。进行二次查询的话，券商的服务器负载量会非常大。如果没有推送功能的话，券商的交易系统要瘫痪了。这也是为什么券商要把这种交易放到专门的通道里去做，不然的话，一个人把通道占满，别的客户就不用做了。

**6.** 交易费用

交易费用里最大的部分是印花税，其次是佣金和过户费。券商最低的5元手续费标准是可以谈的。

## 四、以往情况

我是全国第一批做股指期现套的，从2010年4月股指期货实施就开始做。我从2010年4月做到2011年4月，年化收益率大概在40%，除去成本最后算下来收益率大概在27%的样子。到2011年年底的时候，年化收益率只有9%，几乎没得做了。

期指开盘第一天，当时沪深300股指是3 000点左右，第一天期指升水70个点，第二天这70个点回到0，收盘的时候又拉回到70个点。这是什么概念？就是说第一天我满仓做进去，第二天我就可以在0附近平仓出来，而第二天晚上我可以重新开回来，一天挣70个点。而所有的冲击成本加上交易成本，当时一共11个点左右，100万元头寸的单子，一天赚15 000元，大家恨不得开着收割机过来收割韭菜，这块真的是无风险套利者的天堂。现在，期现套的收益率已经远远不如当初了，大家的做法也变了。

## 五、期指升贴水结构特点

从2014年10月到2015年11月，我们经历了期指的大幅升水，升水最高的时候达120点，也经历了2015年六七月大幅度的贴水。2015年11月沪深300贴水120个点，比现货低了将近4%。大家有没有想过这个问题：一个月低4%，一年低50%，如果月月有120个点贴水的话，每个月期指买多单，将来每个月换月，这样持续换两年，你的成本变成0，钱就是白捡的。

国内期指的升贴水情况，就是这么极端。升水的时候很疯狂，贴水的时候更疯狂，甚至让你觉得莫名其妙。

原来期权升贴水没这么毫无章法，2015年8月，期指贴水了100点，期权只贴水10个点，给了80多个点的套利空间，我想也不想就进去了。因为用期权做空头头寸拟合的时候，是买一个卖权卖一个买权，看上去是朝死里空，立刻有人找我谈话。还有人说我：你得多恨这个股指啊，把它卖成这个样子。但其实我是在做套利。80点基差，3天就回到20点了，现在这样的机会也没有了。

国内的升贴水就是这样，结构变化剧烈，从大升水到大贴水可能很快。以往这么多年的交易，大升水的时候我见过，大贴水我也见过。所有的升水和贴水，原因是什么？就是情绪。

为什么会大升水？就是大家对于杠杆价值的一种认识，升水100个点，就是大家认可用100点升水去支付做多的杠杆。那现在40%的保证金，相当于只有2.5倍的杠杆，因为杠杆倍数小，所以它的升水一定不会大。所以，升水也好，贴水也好，都是情绪的问题。

2015年股灾以后，国内期指贴水的幅度特别大，持续特别久，为什么？因为我们没有做空现货的工具。如果有的话，这个贴水早就不存在了。所以很多人说：期指一直贴水，是导致股票市场下跌的元凶。大家不能这么想。想让期指不贴水很简单，放开融券做空，期指立刻就不贴水，甚至会变成升水。但是，代价是什么？代价是现货崩了。因为我肯定是买期货抛现货，那么现货抛压马上就出来了。

整个升贴水结构的特点，我们也许要迎来成熟市场的那种情况：长期小幅贴水。为什么会长期小幅贴水？如果是长期期货升水的话会出现这种情况：我买个股抛期指，期指的空单换月越换越贵；股票的现货我拿了之后，有股息分红，可以转融券借给别人，可以让我的日内交易团队去做T＋0。会有这么好的事情吗？这种事情应该不会出现。所以会以期指贴水的形式，把利润收窄。以后市场成熟了，就是这样一个标志，是平水略贴结构，不会贴特别大。贴特别大，又有人去空现货买期货，这样的话又是反向在做一个期现套。

遇到升贴水扩大，只能扛，它一定会回来的。这个时候就很讲究时机，体现交易员的经验。比如2014年11月底12月初的时候，很多交易员在45个点、50个点基差时开进去了，后边拉到86个点基差。而有经验一点的，可能在70个点基差时才开始做，这主要是靠经验和感觉。

## 六、大贴水市场操作技巧

在期指大贴水的情况下，我们应该按照以下方法做。

**1.** 多头（空头）部位向便宜（贵）的方向转移：相对收益变绝对收益

要学会把多头部位向便宜的方向转移。我强调过好多次，融资买银行股的都不聪明。为什么？这是你的多头部位，为什么不去买更便宜的上证50。迎合大贴水市场，想去做单子的时候，也是这个道理：卖一个贵的，买一个便宜的，然后买的这个多单应该越买越便宜，月月便宜。

**2.** 期权拟合空单或者等待

所以，应该用期权拟合空单，然后多单往后边转，把相对收益变成绝对收益。但是现在期权的空单，拟合起来都很累了。大贴水市场只适合用期权来拟合空单，同时大部分时间在等待。

**3.** 投机角度：做倒数第二个交割周的反弹行情

此外，从投机的角度考虑，在大贴水市场的时候做倒数第二个交割周的反弹行情。在第二章，我们讲了期货的交割属性和投机属性，倒数第二个交割周大贴水的时候，如果有反弹，这个时候市场的投机属性是往上走的，交割属性也要往上走，这个时候做反弹事半功倍，要学会这样做，大贴水市场就这么做。我身边的几个朋友，从2015年8月以来，每个大贴水市场都去做中证500。大家可以回头去看，从8月以来，8~10月三个月，基本上在每个月倒数第二个交割周，中证500都会有一根长阳线出来，不是4%就是5%。

## 七、期指升贴水特点总结

期指升贴水的特点，刚才我已经说过了，在这里总结一下。

**1.** 大幅度升水之后一定是大震荡

大升水意味着市场的情绪进入癫狂状态。期指升水的本质含义就是愿意做多的人为杠杆定的价格。升水越大，说明做多的人给杠杆定的价格越高，愿意付出更多的代价去获取杠杆，这也意味着市场更疯狂。那么，在这之后都是大震荡。

这种震荡有两种形式：一种是现货暴涨暴跌晃一下，然后把升水打没，一种是期指直接跌下来。不管是哪种，当看到现货期指大升水，你做期指多

单总是要谨慎的。为什么？因为把相对收益做成绝对收益，你的多头部位要往便宜的上去，期指大升水，期指的多单跟现货比已经贵了。这往往也意味着做期现套的人入场之后，这个期现价差合拢，有可能会出现宽幅震荡的合拢。这种合拢可能会很快，也可能会很慢。合拢快的话，两天暴跌直接就到位。

**2.** 大幅度游走在升贴水两端意味着转势

这周升水50个点，下周贴水50个点，下下周又升水50个点，意味着什么？意味着期货找不着方向，两边分歧巨大。这种情况往往都是转势的标志，尤其是在相对顶部和底部的时候。

举两个最典型的例子。第一个例子，2014年6月，期指从大贴水50个点到全面升水40个点，后来是一轮强力上涨。第二个例子，2015年6月中证500从一路贴水，突然间有一天变成升水，然后紧接着两天之后又被摁成贴水，而且一下从升水200个点贴到了500个点，最高的那天贴到700个点，后边就是暴跌。

大家一定要记住：大幅度的升贴水来回转换，往往预示着转势。这个转势的方向，基本上看看图，你也会知道是往哪个方向去。往往在这个时候，顶背离也好，底背离也好，都出现过了。很多人问我：你光看这个MACD的顶背离跟底背离，看起来好像成功率不高啊？谁说成功率不高，你带着这些佐证，再去看它，成功率特别高。

**3.** 期指的纯投机

在接近一周到期的时候，做共振的行情（参见第二章第五节）。

**4.** 转融通特点展望

在转融通放开，大家可以自由地把股票以约定好的收益率出借给别人，当这种情况很普遍的时候，我们的期指就会变成平水略贴，维持很长一段时间。那么这个平水略贴，跟我们整个市场交易结构是有关系的。从我们国内目前的情况来看，这个时代还远远没有到来，去散户化结束后才会出现这种情况。

## 第四节 期权套利方法

### 一、期权拟合头寸

### 1. 空头和多头拟合方法

多头拟合：买一个买权卖一个卖权。

空头拟合：买一个卖权卖一个买权。

大贴水的时候，做空头拟合很简单，就是买一个卖权，卖一个买权。多头相反。一般来讲，买一个卖权和卖一个买权，总是要付出的，因为你有义务仓在，不太可能买一个卖权，卖一个买权之后是有净收入的。除非你做的是价外的虚值，或者是深度实值的。

### 2. 以往情况

以往期权市场是一个什么样的市场呢？2015年8月的时候，期权市场一天有两三万张的成交量。

一张上证50等于30张买权和30张卖权。比如，同样都是12月到期的期权和上证50的期指，我买30张2 500元行权的卖权，同时卖30张2 500元行权的买权，对应的就是一张期指行权。行权价是无所谓的，只要对上就行了，比如：2 500元行权价，2 600元行权价，2 700元行权价，各开10张；或者2 500元开了6张，2 600元开了7张，剩下的17张都开在2 700元上，这样也可以。只要总数加起来是30张，而且单个的同一个行权价张数相同就可以了。一般做3个合约，每个合约开10张是最简单的。为什么？因为交易软件允许同时进行8笔委托，30张除以8个合约除不尽，除以6个合约，就是一个合约5张，你买3对，一次5张，再一次5张，两次下单开一张期指就可以了。

如果只买一个卖权而不卖买权的话，会出现什么情况呢？因为没有义务仓的头寸，下跌的话，收益无穷大，上涨的话，没有什么风险，但是成本就会高很多。如果拟合到一个区间里，因为没有把那个卖权的权利金收到手，是有负收益的。最简单的办法就是用通达信和汇点的软件去好好看一看，拟合的目的不光是降低成本，还要构造一个好的空头头寸。

从市场深度的角度来看，整个市场的深度比原来要深了。这些内容大家一定要会，因为期权是带杠杆的，比期现套的利润足。

## 二、期权交易技巧

在期权市场中，我们还遇到过只买一个看跌期权，同时多上证50的。因为买看跌期权付出的权利金比贴水还要小，比如期指贴水了200点，看跌的

那个期权的价格只有0.15元，这样的话你就挣了0.05元，这0.05元实际上就是50个点。2015年9月，上证50就出现过这种情况，就是在送钱。2015年8月底有两天暴跌，往2 800点下杀，上证50贴水了120多个点，当时50ETF期权卖权的价格才0.09元多一点，等于是两边建仓之后，这个头寸是100%挣钱的。后来整整回来了一个权利金，即0.1元，相当于期指赚了100点。那么，怎么发现这些机会？Wind资讯的软件是允许在外部挂EXCEL表格进行运算的，当收益率出来报警的时候，你就开始往里开。

### 三、交易时需要注意的问题

这里需要注意的问题比较多，我会分别给大家讲解。

第一，你首先得通过考试，得有各个交易方面的最基础的知识。

第二，你要对整个市场的行情比较敏感，要学会用某些方法去计算。

第三，对于交易的费用，你要很了解，还要有一定的资金量，然后去跟券商谈。你说：我保证你们营业部第一笔期权交易就是我。它也许会对你特殊优惠，如果收你一手16元的交易费用，那你干脆别做了。一手16元是什么概念？期权交易现在一张单子，最便宜的1.7元。你想想看，多可怕啊！

## 第五节 股票现货组合技巧

在我们做股票买现货抛期指的过程中，用股票现货做现货组合的时候还有一些别的技巧，我这里主要讲四种。

### 一、大小切换

沪深300的样本股有300只，里面有一些是大企业的股票，比如银行股、保险股、中国石油、中国石化，还有一些小企业的股票，包括创业板、中小板的股票。如果当前的行情是大企业的股票在涨，那我就可以把小企业的股票卖了，买成大企业的。当小企业的股票在涨，我就可以把大企业的卖了，买成小企业的。这本质上在做什么呢？这其实就是我们所说的阿尔法。

这是第一种组合的技巧，猜大小。猜对了，就是超额利润；猜错了，相对亏损。因为你有其他的利润，所以这个亏损是可控的。

### 二、分级基金的套利技巧

我们可以把沪深300的成分股，按照分级基金的单类去分级。比如，买一张沪深300全样本的现货需要100万元，其中券商股的权重是21%，那么就应该用21万元买券商股，但是我不用这21万元去买中信证券、海通证券这些股票，我把这21万元直接申购成证券分级基金的母基金，然后去做分级基金的套利。

那么这个时候，我要算一下分级基金的持仓是多少。比如，如果这个分级基金持仓只有80%，那我要买21万元，为了便于说明，我们按20万元算的话，那我就得申购25万元的母基金，这样拟合到我的沪深300全样本指数里面，才能让我的全样本指数跟踪误差小。

这中间就牵涉到一个问题，这个母基金的持仓是会变的，需要进行动态管理。因为如果要做这个套利的话，可能不光做沪深300和券商这一个板块，可能是三个期指——中证500、沪深300、上证50，证券板块、医药板块、一带一路题材，全做了。这么多的现货，全部配置估计至少要10亿元，每个交易员管一个部分，一个交易员管几个分级，跟踪着行情，是这样运作的。

如果单挑一个分级，跟踪误差就大，如果做全，不同的交易员在某个板块多，某个板块少，某个行业涨，某个行业跌，这样相互抵消，就变成系统内力了，冲击就变得很小。这其中可能就有一个共性的问题了。比如，这些分级突然间都加仓了，或者扎堆去申购了，这个时候就需要变一变，这就牵涉到仓位的管理问题。怎么挣钱？不就是靠这个挣钱吗！跟散户比优势在于是整个团队在干这个事情。自己一个人去搞分级，会累死，但是一个团队有20个交易员，其中18个交易员每人管一个分级，你怎么比？光靠母基金的折溢价套利，基本上都会有12%～13%的年化收益率。

## 三、ETF替代的优势

我们需要做长期头寸的时候往往用ETF来替代，ETF最大的优势在于持仓稳定不用调仓，跟踪误差几乎没有，交易费用特别低，只有佣金，没有印花税。

比如，我们当天买入和卖出一共要交1.55‰的手续费，这1.55‰里有1‰是印花税，所以用ETF替代最大的好处就是节省了交易费用。同时，在长期持有期现套结构的时候，用ETF相对来讲不用去调整现货持仓，不用去做指数对照。

## 四、增强型现货策略

更加激进一点的是增强型的现货策略。因为大小切换还可能只切换在期指上，比如，我现在做的是沪深300的全样本期现套，但是我觉得大盘股要涨，那么这个时候我有可能是买沪深300，抛中证500。但是我觉得小票涨，那有可能是把沪深300的空单换成了上证50的空单，大小切换是在期货上实现的。同样，现货上也可能做这样的一些增强型现货策略。

再比如，这两天我认为银行股、保险股、证券股要超涨，煤炭股、钢铁股会出现一些问题，那么我就把样本股里边所有的钢铁股卖掉，然后去买银行股，这就属于超级增强型的现货策略。这种现货策略现在都是用计算机实现，而且都是用一些客观触发条件来实现，而不是用主观判断。因为主观判断有可能会判断错误。

第一，核心是买强抛弱。

不管是哪种策略，我们的核心都是买强抛弱，就是在判断阶段性的相对收益。大家一定要深刻地意识到这个最朴素的对冲原理，我们大多数的对冲交易，都是基于这四个字：买强抛弱。

第二，资金管理。

正常情况下，买现货抛期指，所有的头寸做完之后，期指上所有的仓位不应该超过50%，至少剩一半可用资金。现在期指的保证金很高，需要40%，在这种情况下你的保证金占用可以多一点，比如8成仓，因为杠杆下来了。

第三，股票停牌的处理。

对于买不到的个股，有两种方式：第一种是该买这只股票的钱，不买这只股票，用它来买ETF；第二种是该买这只股票的钱，不买这只股票，把所有这些买不到股票的钱集中在一起，然后重新分配给剩下买得到的，再来一轮，一遍一遍往下分配。这两种方式仅仅是在跟踪误差上有区别，没有谁优谁劣的问题。

# 第六节 债券无风险套利

## 一、债券无风险套利的方式

债券也是知道起点，知道终点的，基本上无风险。那么在债券上，无风险套利也有两种方式。

### 1. TF和T的期现套

TF和T的期现套就是5年期国债（TF）和10年期国债（T）的期现套。

### 2. 加杠杆做正回购

我们可以做正回购上杠杆：买债质押入库，正回购上杠杆，再买债质押入库，正回购上杠杆，循环往复，一直持有到期或者持有一段时间之后，开始解锁出库，然后把债券都平掉。我认为它是无风险的，它的风险在于可能买不到现货交割的券。碰到这种情况怎么办？我下面会讲解。

## 二、国债期货期现套

我们先来阐述第一种，国债期货的期现套。

### 1. 交割的难度

国债期货和股指期货原理是一样的，区别在于国债期货是现货交割，股指期货是现金交割。以现金交割的产品一定会收敛得很好，跟交割结算价几乎贴得没有一点缝。但是现货交割面临着货的问题。所以我们要有所认识：国债期货的期现交割比股指要难。难在哪儿？难在可能买不到可以交割的券。

### 2. CDT的概念

所谓CDT，就是最便宜的可交割债券。每一个国债期货合约挂牌的时候，它所有的可以交割的现货券都有一个列表，在这个列表里，其中有一项叫转换因子，我们算所有的CDT都是根据转换因子来计算的。网上有专门的公式，大家就记一点：哪个券交割起来最划算，就用哪个券。

很多时候CDT是理论上最划算，而现实中根本买不着的。比如，2003年发的一个债，全市场根本买不到，所以即便明白CDT的概念也拿不到这个券。碰到这种情况怎么办？这我们引申出来第三项内容：去买国债ETF（510010）。

## 三、国债ETF和国债基差

### 1. 国债ETF的缺陷

目前的国债ETF，有两三个，510010（上证5年期国债ETF）应该是成交量最高的。买它当现货，你赎回来的时候，它是赎给你现货的。但你要明白一点，如果你是个人户，就不要做交割。原因有几个：第一，现货券流动性很差，很难买到；第二，杠杆太大，要买够现货，资金占用会特别多。

所以，如果做国债期货的期现套，你就不要去交割，买了这个现货ETF，就拿着不动，然后一直抛国债期货，每个月转抛到下个月就行。用这种方式赚基差，在2015年7月的时候，半年的绝对收益率应该有13%。那么，现在去看，发现其实还有一部分收益在后面。以前国债期货每个月的升水很大，导致它每个月的远近价差非常大。当时一个合约是0.4元，一年4个合约是1.6元，去掉手续费和冲击成本的话，大概能拿到1.3元，而国债现货基本上能上到5倍杠杆，这个收益率已经很高了。

**2.** 国债基差的含义

做国债期货期现套的时候，我们要考虑国债期货的基差是怎么来的。自2014年上市以来，国债期货基差一直很大。为什么？因为我们的降息预期很足，降息、国债上涨时间越久涨得越多，所以远月的国债期货就比较贵。

理论上讲，国债期货的正常结构，就应该是贴水结构。为什么？如果它是升水结构的话，是不是一个天生的买现货抛期货的品种？当然是。国债的红利很足，还不用缴税，所以国债期货一定是贴水，或者是平水略贴的。

如果国债期货在升水，就说明降息的预期非常足，这就是国债基差的含义。对于国债期货的期现套来讲，大多数的个人户不太会做，你要理解这种交易模式。

## 四、债券正回购

债券正回购是近几年的热点，不管是谁谈到正回购的时候都是四个字——杠杆吃息，好像加了正回购杠杆然后吃利息就没问题一样。下面，我重点讲讲债券正回购。

**1.** 全价交易

债券是到期还本付息的，国内现在的债券是全价交易，带着利息买，同时带着利息卖。比如，某债券面值100元，票面利率7.3%，相当于一天是2分钱，如果今天交易价格是100元，明天交易价格还是100元，后天交易

价格仍是100元，在这种情况下我今天买这个债是100元，明天买这个债，我虽然是按100元申报的委托，也是按照100元成交的，但实际上我的钱是按照100.02元冻结的，这就是带着利息买，我要是后天买就再多出2分钱的利息，大后天买又多出2分钱的利息。

全价交易的好处是整个债券交易的价格平稳，带着利息买带着利息卖可以避税，下家有一家承担税收就可以了，解决了利息税的问题。而净价交易是不带利息买，不带利息卖的，到期分红时整个贴水结构一下就会出现一个大的除权缺口，然后还有20%的利息税，计算起来非常困难。所以，全价交易这种方式是比较科学的。

**2.** 正回购交易方法

债券到期是要还本付息的，所以，我们可以认为它是一个知道起点和终点的交易。如果债券到期的年化收益率是6%，比如，我在市场上做204001（1天国债回购），正回购成本是2%，这样的话我放大1倍杠杆就多4%的收益。国内的债券，交易所允许1＋5倍杠杆，现在有一些券商可以给你放到1＋4倍，多1倍杠杆就是4%的利润，5倍杠杆就是多20%的利润。对于一个债券基金来讲，一年能做到9%就很棒了，对于一个追求无风险的人来讲，一年20%也足够好了。

正回购的做法就是：买债→质押入库（质押入库之后你手上就会多了标准券）→买入204001（1天国债回购，这个时候是冻结标准券）→然后变成现金（需要注意这里有一个折算率的问题）。

**3.** 折算率越高杠杆倍数越大

比如某一只债券的折算率是0.7，当这只国债全价等于100元的时候，买100张是1万元的市值，但实际上折算标准券的时候只能折70张标准券，70张标准券质押之后，去买204001只能借来7 000元。也就是说这个债的等级不高，虽然是1万元的市值，但从市场上只能借7 000元。等到下一次7 000元买成7 000元的债券，再质押入库只能借出来4 900元，最终能够上的杠杆倍数就是1÷（1 - 折算率），这是你的总杠杆倍数。

折算率越高，杠杆倍数越大。曾经有过买100元的债，质押进去，由于券商计算失误正回购出来101元，在这种情况下，当时比较疯狂的交易员，国债的杠杆倍数可以上到40多倍。哪怕到期收益只有1%，年化都40%了。当然，如果跌2.5%基本上也爆仓了。

**4.** 风险

这样操作的风险在于违约和波动。

第一，违约。所谓违约，就是债券到期之后无法还本付息。

第二，波动。因为国债收益率比较低，所以这样的操作不太会用国债。而波动大的时候一下就可以把你抖出来，比如，1＋5的杠杆只能支持9.5%的波动，因为在跌的过程中折算率也在往下走，大于9.5%的下跌，立刻就要面临亏光的问题。

**5.** 信用债危机

债券市场的分水岭是2011年的“9·30”事件。2011年9月下旬，云南国资委宣布，其旗下的国资公司在银行的借款以及发的一些债券，不能够保证按时还本付息，只能暂时先还利息。以这个事件为诱因，几乎所有的信用债纷纷暴跌，跟云南相关的一些信用债直接跌了25%以上。大家可以想象一下，债券跌25%是什么概念？比如楚雄债，实际上是一只很好的高等级城投债，从一百零几元，跌到了75元，2012年春节的时候又回到82元、83元，这个时候机会来了。刚开始泥沙俱下的时候，你是不敢去接飞刀的，但是过完春节，我知道这个事情可控，所以88元买，大概4月底的时候就已经涨到了96元，不算利息，3个月挣了40%。

债券跟宏观调控关系特别直接，逻辑上特别好懂。从2011年3月开始，国内开始实施稳健的财政政策和稳健的货币政策。宏观从紧所有的债券就不涨，开始阴跌，到了9月之后出现瀑布式暴跌。那为什么当时很多高杠杆做正回购的没爆仓呢？因为券商的风控没有到位，券商根本没几个人懂债券，实际上那帮人早就亏得一无所有了，但是券商没强平，已经是负资产的人，还在每天做204001，回购还钱，而且一路竟然挺了过来，到了2012年6月，没砍仓的反倒赚了一笔，砍仓的悔不当初。

“9·30事件”之后，交易所对正回购的风险有了明确的认识。第一，提出了1＋5，只允许上五倍杠杆；第二，投资者认证。怎么认证呢？适当性管理，必须开通交易权限。现在的适当性管理越来越严格，已经变成了300万元的投资门槛，并且需要签署一大堆协议书及参加考试，而且现在很多债券有购买限制，有时折算率也会突然被调到零，所以我从2013年之后就很少做债券，因为没有机会。

**6.** 国内债券市场的特点

国内债券市场的特点是，几年都没行情，来一次行情就是一个超级行情。那遇到这种情况我们怎么办？大概率是等。

因为国内经常会出现“钱荒”，在资本充裕的时候，都会有这俩字。出现钱荒的时候，都是莫名地暴跌。我总结国内债券市场就是：三年小抽风，五年大抽风，每隔一段时间一定会大抽风一次。这跟我们宏观从紧有关系。我们以往的货币政策在宽松的时候，在3~5年的周期里，一定会有一年或者两年连续从紧。一旦出现连续从紧，就很容易出现钱荒；一旦出现钱荒，整个债券市场就会往下抖一次，两年一小跌，五年肯定有一次暴跌。如2011年9月30日的暴跌，即使流动性很充裕，但也许下一次刚兑没有了的时候，可能就是一个超级暴跌。

**7.** 警惕刚兑被打破

国内债券还有一个特点是刚兑。截至目前，中国的交易所债券市场没有任何违约的历史，没有一家公司在交易所债券市场违约过，而银行间的债券市场违约出现过好多起。正因为我们交易所债券历史上从未有过违约，所以给大部分债券交易者一个假象，国内的债券不会违约。这是一种很可怕的思维和想法，因为违约一定会暴发。而且我们也可以猜测，或许违约已经离我们越来越近。我估计政策是想让交易所债券市场被银行间债券市场尽早吃掉。

# 第七节 ETF的无风险套利

## 一、套利原理

在ETF的图形上，我们可以看到白线和紫线。白线是交易价格线。紫线是净值线，也叫IOPV。当白线大于紫线的时候，我们称为升水。这时候，应该去买ETF的全样本个股，然后去申购ETF，再把ETF的份额卖掉。

## 二、套利流程

升水套利流程：买样本股→申购ETF →马上卖掉ETF的份额。

贴水套利流程：交易价格便宜，买ETF的份额→赎回一篮子股票→卖出股票。

这两个套利，完全靠手动做肯定是不行的，需要用专门的软件。

## 三、申购赎回清单

你要有申购赎回清单。每一个基金公司每天对旗下的ETF都会进行调整，

也就是说，ETF每天都有变动。在这个清单列表里，有几点需要大家注意。

第一，配方。一组ETF最小申购赎回单位一般都是100万元，这100万元个股的组成有一个配方。

第二，现金替代。到底允不允许现金替代，是不允许，还是必须替代？为什么必须替代？因为有一些是关联企业，比如建银基金发的ETF就不能持有建设银行，那么你做的申购赎回清单里面，关于建设银行的所有买卖都要用现金来替代，这是必须的。

第三，现金修正。正常买赎，有时你可能会发现自己的钱被冻结了，不要急，这部分的现金会锁定两个交易日之后清算的时候还给你。它是为了避免你完不成清算和交收，预冻结了，多冻结的这些钱，两个交易日之后才会还给你。

这三点都得看清楚，然后再做，基本上我们都是按照软件来做的。

## 四、ETF套利的衍生操作：买入卖出停牌股

因为ETF的交易机制，可以买入份额，赎回清单，然后卖出股票。反过来，也可以先买进全样本股票，然后申购ETF，卖出份额。两种形式之间，可以进行一个T＋0交易。这种方式会变相产生很多额外的策略。比如可以买入或者卖出某一个停牌股。

举个例子，2015年长江电力停牌，我当时想买长江电力，应该怎么做呢？买ETF份额，只要当天申购赎回列表里长江电力是成分股，不是现金替代，那就可以买这个ETF的份额，赎回一篮子股票，然后把其余的股票全部卖光，这样就拿到了长江电力。那么，当我想减持停牌的长江电力，该怎么办呢？把剩余的49只股票全部买齐，搭配长江电力去申购成ETF，申购ETF份额之后，再把ETF卖掉，这样就把长江电力减持了。

这就是为什么双汇“瘦肉精”事件曝光以后，当天深100的ETF是折价的，因为用这种方式可以减持双汇发展，先买大量别的样本股，搭配上双汇发展，去申购成ETF份额，然后立即把它卖掉。ETF会平价吗？不可能平价。如果平价相当于1分钱不花就把双汇卖了。

## 五、瞬时套利现状

目前，ETF的无风险瞬时套利国内没有了。为什么没有了？因为都已经用电脑和程序化在盯着了。2004年到2005年，我在做这个的时候，瞬时套

利利润率能有5‰～7‰，年化收益率在45%左右。当时做得最好的是国泰君安，后来大家都开始做，一下把这个收益率就压得很低。现在机会更少，出现机会反而不敢做。比如，双汇出事那天，深100折价很多，好几个人跟我说：今天是不是很开心了？我说：你想想这是什么情况，好好看看申购赎回清单里双汇是什么状态，马上就知道怎么回事了。

### 六、延时T＋0

现在大部分人在做ETF的时候，其实用的是它的另外一个功能——延时T＋0的功能，当天买当天就可以卖掉。一般我们做ETF的延时T＋0，都是买篮子股票，申购成ETF后，再卖份额，因为这样做的话可以省掉一边的印花税，成本很低，只有不到0.5‰的手续费，关键是成交量高。基本上一个500万元的账户，一天可以做到5 000万～6 000万元的交易量，所以券商特别欢迎这样的客户。我以前是专门干这个的，现在不做了，也没指望我的学员们做，因为这其中的对手盘非常强大。

## 第八节 分级基金套利

### 一、套利原理

分级基金套利是赚母基金的折价和溢价。当母基金折价的时候，就意味着A份额和B份额贵了，那么我们就应该申购母基金后进行拆分，然后卖A份额和B份额。反过来，如果母基金溢价的话，我们应该买A份额和B份额后合并，赎回母基金。

### 二、预估母基金净值

在这些交易里面，最大的问题是预估母基金的净值。这个净值只能预估，因为当天看到的是昨天的数据。这个功课最好自己去做，也可以登录集思录网站，上面的列表非常清楚。

### 三、风险敞口的特点

第一，T＋2的风险。大部分的券商现在都支持盲拆，但不管是否支持盲拆，T＋2总是有风险的，而且这个风险点是控制不了的。比如今天有20%的折价，但是买进后暴跌了，你怎么去规避这个风险？

第二，母基金持仓变动。因为都是预估的，不知道它的母基金今天是卖了还是买了，而且也不知道母基金会不会遭遇大额的赎回。

第三，拒绝申购赎回。你在做母基金溢价的时候，把A份额、B份额都买了，结果不让你赎母基金，而且往往是暴跌的时候不让你赎。所以通常情况下，我不建议大家去做溢价套利，因为溢价套利手续费太高了，要5‰。我跟很多基金公司都谈过，我说：你们5‰的手续费太高了。他们说：没办法，这样套利是在薅我们的羊毛，再便宜的话，你就赎完了。

我原来做分级的时候，是一分三份滚着做。比如我有3 000万元的头寸，我是1 000万元A份额和B份额，1 000万元母基金，1 000万元在路上，滚着做的，两边都可以做。基本上每天都有机会操作，可以让我的收益率更均匀一点。当然，前提代价是也放弃了偶尔出现的一次机会。比如6%，可能只有1/3的头寸做到了，剩下来的一个做了3%，一个做了1.5%，可能就是这个水平；当然如果都押在一把上，可能6%没赶上，只赶上了1.5%的。

第四，分级日内风险。分级的时候，在日内也有一些问题。如果你想规避日内的波动的话，肯定是在最后收盘前才做。但折溢价比较大的时候会出现在盘中，这个时候在某一些基金上，是可以通过期指来平滑一下的。

比如，银华锐进、银华稳健，还有银华100，都是母基金。假如今天是A份额和B份额折价母基金，盘中一度出现折价3%，这是一个非常好的机会，肯定是买A份额和B份额，然后空上深100，锁住头寸，同时，空上沪深300。因为沪深300和深100的波动幅度我们认为是全相关。

到了收盘的时候，把深100平了就行。这就用期指锁住了收盘时间点和交易时间点之间的下跌风险，等于盘中任何时候都可以做这个套利。

## 第九节 吸收合并和要约收购无风险套利

无风险套利还有一种方式是，吸收合并和要约收购。

### 一、现金选择权

在吸收合并和要约收购里，最关键的就是换股价的现金选择权。

### 二、安全边际

然后，要知道安全边际在哪里。

### 三、技巧和经验

第一，要做国有企业。因为国有企业承诺了就一定会完成；民营企业即便承诺了，如果发现赔太多它也不会干。

第二，预期不要太高，能有20%的利润就很不错了。

第三，换股之前要走人。换股之前一定要走。为什么？因为所有的预期都在换股，换股之前是预期最充分、最富有想象力的时候，一旦换完预期就释放完了。

# 第十节 拟合

怎么去拟合以上这些内容？比如做买现货抛期指，然后我在现货头寸构建里，可以做分级基金，也可以做期权拟合，也可以做加强版的阿尔法。我们可以把这些东西全部都杂糅在里边，但是我们核心的思路就是只占便宜不吃亏。什么意思？我一定要买得更便宜要卖得更贵。这就是最朴素的观念。把它们都拟合掉，就可以了，收益率也能做得比较稳定一点。当然靠一个人是不行的，必须靠一个团队，才能够把这些点全部抓住。

本章小结

## 无风险预期收益率情况

对于无风险预期收益率，要注意以下几点。

**1.** 市场的无效性

这个市场是一个超级无效的市场：第一，散户众多；第二，以往不规范。那么，以后它逐渐地要跟成熟市场接轨，去散户化进程一直在持续。

**2.** 无风险收益率

真的不是说我们喜欢做套利，如果做套利只有4%~5%的利润，真无所谓，做不做都行。但是现在做套利无风险收益率能到15%，为什么不做？当然，这个年化收益率不均匀，好的时候，两个月就给你25%，剩下的10个月就让你歇着了。

**3.** 预期收益率不要太高

我自己的体会是：你的预期收益率不要太高。人家问：准备做多少？我说：年化15%。其实做完了有可能是40%。但是你非要做到20%，那可能这个弦就绷得太紧了。不要盼行情，要等机会。什么叫盼行情？就是先做进去，然后希望老天保佑。等机会是我大把钱在外面，别人没机会，我就看着不下手。然后，脑子里面对于资产收益率的要求不要太高，就可以了。

**4.** 资金容纳度

从资金容纳度来讲，无风险交易市场容纳的量会很大。期现套全做的话，全部搭配进去，你有个100亿元、200亿元其实都可以。关键是期指那边给不给容量。

**5.** 对交易员的要求

相应的，这类交易对交易员的要求就特别高。不像以前，以前交易员可能专注某一个市场就可以，但是现在一定要做多面手，各个方面的基础知识都要掌握。

# 第十二章
# 如何做低风险交易

## 第一节 低风险套利的核心

常见的可操作的低风险套利，主要是两大类：第一类，在金融衍生品市场；第二类，在商品期货市场。在本章中，商品期货的内容会讲得比较多一点，对于资金量稍微大一点的朋友来讲，这会是一个非常稳定的获益渠道。

操作这些低风险套利，最核心的要素是寻找定价的偏差。那么，这种定价偏差是怎么产生的？有很多种原因，其中最简单的一个原因是：大家对同一个东西的认识不同。比如，巴菲特认为17港元的中国石油（00857）是贵的，但是中国石油（601857）在A股上市，有人认为48元人民币的价格是便宜的，这就是一个完全的定价偏差。当这种定价偏差在同一时间出现，就产生了相应的套利机会。

这个例子中，巴菲特是在2006年、2007年两年间陆续卖出中国石油（00857），而中国石油（601857）2007年11月才在内地A股上市，这两者的情绪暴露是不同步的，这时候做套利很难。而且大部分时候，这种套利可能是陷阱，因为你等不到套利的利润回归就已经输了。

但是有一些套利，其定价偏差出现在同一时间，比如同样的一罐可乐，在美国的价格折算成人民币后跟国内价格一比，是有价差的。而这个价差我们怎么去找，怎么去处理，就是接下来要介绍的内容。

## 第二节 金融衍生品交易概述

金融衍生品低风险套利大致可以分为两类：第一类是同品种跨市场套利，第二类是跨期交易。

### 一、同品种跨市场套利

金融衍生品低风险套利是需要止损的交易。它不像金融衍生品的无风险套利，可以通过买现货抛期指锁定基差，或者买国债现货抛国债期货锁定价

差。金融衍生品的低风险套利是带风险敞口的，需要找一个止损点。

我们的风险点在哪里？在于我们做的时候，不知道收益回报是多少，也许我们会赚很多，也许只能赚一点点，也许会赔到止损线，收益率不是我们在做的时候就能够确定的。换句话讲，做同品种跨市场金融衍生品的套利，收益率是多少我们不清楚，这是一个不知道终点在哪儿的交易。

## 二、跨期交易

跨期交易在金融衍生品里是非常难的，牵涉到很多东西。比如说基差的定价、对远期预期的计算，包括股息、回购利率、融券利率，篮子货币的分红、派息，以及市场多种因素的影响。虽然风险比较低，但是也相应会存在一定的风险。

# 第三节 金融衍生品跨市套利

## 一、内外盘套利品种

（一）可以操作的同品种跨市场金融衍生品

目前，我们可以操作的同品种跨市场金融衍生品，只有内盘与外盘的股指期货。所谓内盘，就是我们的IH（上证50）、IF（沪深300）和IC（中证500）。外盘以美元计价的A股指数，现在只有新加坡期货交易所的A50指数。

（二）新加坡A50指数简介

下面，我简单介绍一下A50指数。新加坡A50指数是按国内A股市场最大的50只个股，以各自所占权重编制的一个样本指数。

**1.** 指数相关性

对于指数相关性，大家可以记住这些数字：新加坡A50指数与上证50的相关性超过99%，与沪深300的相关性在97%以上；与中证500的相关性比较低，不到70%。

**2.** 以美元计价

A50以美元计价，最小波动单位是2.5美元，也就是以2.5美元为一个价

位，一张沪深300合约大致相当于16张A50，这只是大致按照合约金额来计算，其中也包含人民币汇率因素。相应地，如果做套利，而且更看好涨势的话，多头部位如果是A50，就买17张；如果认为是跌势，多头部位是A50，可以买16张。

**3.** 特点

跟国内的股指期货相比，A50有以下几个特点。

第一，合约小，更像是迷你合约。

2014年11月，A50的保证金是330美元一张，当时A50的价格在7 000点左右，这是一个超过20倍杠杆的期指合约，而且是国内的期指。在2014年9月之后，A50保证金逐渐上调。2015年11月，一张A50的保证金是2 000美元，大概等于5倍杠杆。跟国内的股指期货相比，即便上调了几次保证金，A50依然是一个迷你品种。这样的品种，对于国内愿意赌的小额“赌徒们”来讲，是非常好的。

第二，A50的参与结构以海外基金和有海外资产的个人大户为主。因为其客户都是海外基金和有海外资产的大户，所以很少做远月合约。为什么不做？因为太遥远了，远期定价都是很模糊的，他们只关心近期的定价。而在国内，即便很远月份的期指合约，交易都比较活跃。

包括商品，我们可以看到11个月之后交割的铁矿石1609合约，持仓量已经很大，大家都已经去赌那个合约了。而在国外，这么远的合约，实际上是没什么交易量的，即便要做，也是以价差单的方式做，也就是所谓的跨期交易。只有“赌徒”众多的地方，才会去乱赌，赌特别远的东西。

第三，A50为了保证这个品种的流动性，采用做市商制度。

大概最大的三四家做市商完成了A50交易量的25%～30%，这是相当庞大的份额。而新加坡交易所，也必须要依赖这些做市商，才能够维持这个合约的热度。

国内的股指期货从2014年年底一直到2015年四五月的大发展，也导致了新加坡A50指数合约的成交量非常好。但是6月发生股灾之后，由于我们的市场波动过于剧烈，新加坡交易所开始不断地提高A50保证金，从原先的1 300美元一张到最高的2 400美元一张，到后来将近2 000美元一张。这主要是由于两方面的原因：一方面，新加坡交易所自己提高保证金，导致了整个A50交易活跃度大幅下降；另一方面，国内期指保证金提高到40%以后，因为国内期指交易成本非常高，导致基于上证50股指期货合约和新加

坡A50之间的日内高频套利交易没有了，所以它的成交量自然也就下来了。

## 二、期权和期指

2015年推出的上证50ETF期权，也可以与我们的期指套利互相搭配。

有朋友问：既然只买一个看跌就可以达到做空的目的，为什么还要再卖一个看涨？卖一个看涨，是为了收回你的期权费，你卖了看涨，买了看跌，最担心的是上涨。但是你在期指上开了相应的多单之后，上涨的风险是没有的。相应来说，卖出了看涨，就等于收回了一大笔期权费用，这样才会让我们的空头部位是有利可图的。单纯地去买一个看跌做空，挺贵的。

期权推出以后，上证50ETF期权与上证50股指期货和新加坡A50，交易上的勾稽关系就更多一点。

## 三、恒生指数和国企指数

还有另外两个指数，跟我们的A股也是比较密切的：一个是恒生指数；一个是H股指数，也就是国企指数。

### 1. 恒生指数

恒生指数类似于香港的“上证指数”。占恒生指数权重前20的公司，有一多半其主要业务都在内地。也就是说，恒生指数其实是与内地经济紧密相关的。

比如说，看空香港经济去空恒生指数，思路没问题，如果能够把这些业务从内地的个股剔出来，做空的效果会更好。比如，我去做空香港的百货业和香港的地产业，最简单的办法是卖恒生指数，同时买腾讯、港交所和汇丰银行。

### 2. H股指数

通常所说的H股，是指内地的公司到香港上市，它们的主要业务也都在内地，整个H股板块的公司大多来自银行、保险和地产行业。但是，H股曾经出现低估值的现象。

H股的低估值我认为有两个原因。第一个原因是，对于港股的整体不信任导致H股估值偏低。因为参与H股和恒生，都是在参与香港市场。如果看

衰香港经济，认为这个市场有问题，就必然会导致H股估值偏低。第二个原因是，对于内地金融行业的不信任，或者说，认为内地银行的呆坏账要大幅攀升。

这是内外盘期指套利品种的介绍，下面谈谈内外盘套利逻辑框架。

## 四、内外盘套利逻辑框架

### 1. 利润贡献点

我们做内外盘期指套利，利润贡献点在哪儿呢？利润贡献点其实就是我说的价格的扭曲。而这个扭曲来自很多方面。比如，我们对于H股的定价是低的，相应对于A股的估值就是高的。

### 2. 基差利润

什么叫基差利润？比如，大概从2010年开始有沪深300股指期货以来，国内的期指都是升水的，但A50基本上都是贴水的。也就是说，A50的股指期货远月一定是便宜的，这个时候我们就可以长期做多A50，抛国内的沪深300股指期货。只要介入的位置不是特别差，就能赚到钱。

当时国内的升水，每个月在30~70个点之间；A50的贴水，每个月多的时候要贴100个点，最少也要贴四五十个点，所以空单会越空越高，多单会越买越便宜。仅基差利润，每年就有10%~15%，多的时候甚至到20%。

而股指期货是保证金交易，假如是10倍杠杆，两边各半仓，相当于是1/4的总仓位，这样做一年的话，获得30%~40%的收益是很轻松的。唯一不方便的是，两个合约在交割时间上不同，国内的期指在每个月第三个周五交割，而新加坡A50是在每个月倒数第二个交易日交割。只要提前换月，空单换月的同时多单也换月，就可以了。这是基差的利润，做内外盘套利，大部分的利润贡献点都在这里。

### 3. 汇率变量

还有一小部分利润，在人民币的汇率上。比如买新加坡A50，同时卖国内的期指，等于买了一个以美元计价的产品，卖了一个以人民币计价的产品，相当于在做一个进口。而做进口特别要担心的是人民币贬值，一旦发生人民币贬值，买A50卖国内期指就要承担额外的损失，或者说利润回吐。换言之，在国内过去长达数年的人民币升值过程中，我们做买国外抛国内一直在赚钱，这就是我们的另外一部分利润。

这里就会有一个问题，到底哪边赚钱？以国内的情况来看，如果从2010年开始做这样的操作，大部分时候你是国内国外都赚到了。国内，赚的是基差；国外，赚的也是基差。但是到了2014年下半年，就变成了国内大幅度地亏钱，国外在赚钱。这里就会有一个风险的问题，后面会讲到。所以，汇率变量也是我们利润来源的一个方面。汇率问题在期指上可能不关键，但是在商品上非常重要，因为它关系到我们的进口利润。

**4.** 指数关系

新加坡A50、恒生指数、H股指数和国内期指的关系是：新加坡A50指数是完全跟着国内走的；H股指数和内地联系紧密；恒生指数比较特殊，白天跟A股、晚上跟美股，这是由香港联系汇率制度决定的。

简单地说，港币的发行依赖于美元。只有当香港经管局在三大发钞行存入美元的时候，才能发出来相应金额的港币，让港币跟美元硬性挂钩，这就是联系汇率制度。这也是曾经为什么大家普遍不看好香港经济的主要原因。

从香港房地产价格和经济增长情况来看，港币是不可能加息的，因为香港的房地产价格太高，一旦加息，房价是撑不住的。但是从联系汇率的角度出发，美元加息，港币一定要同步加息。港币跟美元硬性挂钩，美元升息了港币不升，拿港币的人就会抛港币换美元。所以美元加息的时候，港币一定也要加息，这是一个非常突出的矛盾，也是香港恒生指数和美股指数联系密切的重要原因。

**5. A**股港股折溢价

在这么多年的交易生涯中，我发现了一个特别有意思的现象，用恒生指数除以美国的标准普尔指数，可以得到数A（恒生÷标准普尔＝A），假设A股的沪深300指数等于B（沪深300＝B），当我用B除以A，得到数C（B÷A＝C）。

它们的数学意义就是：恒生指数除以标准普尔指数所得到的A，其实就是剔除了美国影响之后的香港股市。因为香港股市同时受美国和内地两个市场的影响，剔除美国的影响就只剩内地的影响。相应地，我们用A股除以这个数值，其实就是两地估值差的区间。我相信这个估值差的区间一定跟AH比价正相关：这个估值差高的时候一定是AH比价大的时候，低的时候一定是AH比价小的时候。

这时候我们去观察C，它有没有上下的极限？或者说它的极限区间到底在

什么地方？从2009年之后，这个C的波动非常稳定，我印象里多数时候在110~130之间波动，最高在190，最低在110。你可以观察一下极端的情况：什么时候在190，什么时候在110？基本上到110的时候，国内大盘马上就要大涨，或者几乎是大涨的前兆。这实际上是国内的期指与标准普尔之间的一些勾稽关系。

**6.** 资本流动因素

在资本流动因素上，大家更希望去购买哪个类型的资产？如果我们更希望去购买美元资产，那么买A50卖国内的上证50指数合约大概率就能获胜。如果更喜欢国内资产，可以倒过来做。如果大部分资金往香港去，买H股卖A股指数，或者买恒生指数卖A股指数是对的。反过来，也可以倒着做。

## 五、内外盘套利技巧

下面讲内外盘套利的技巧，其实都是暗扣着利润贡献点的。

**1.** 人民币方向

人民币方向即人民币未来到底是升值还是贬值。

**2.** 基差特点

我的经验是：最好的切入点，一定是在基差不利的时候。

比如，铜在2015年11月的比价非常大。正常来说，我们应该买伦敦铜抛上海铜，但上海铜贴水，伦敦铜升水，这就是基差不利的时候。为什么呢？这是由远期合约的合拢预期导致的。利润产生的这个过程，就是基差逐渐从不利到有利去的过程，一直到最后对我们最有利的基差那一段，如果还能一直持续有利的话，我们的利润就会很多。这是基差的特点。

但是对于国内的期指，这个特点不明显。因为国内期指永远在升水，从2010年有沪深300指数期货这个品种一直到现在，一年可能最多也就20个交易日是贴水的，国内对于期指做多的情绪始终存在。

海外交易的参与者，主要是机构和QDII，就是交易A50的这些人。这些资金更喜欢的做法是买现货抛期货，所以一旦有升水，会立刻通过QFII进来买现货，然后，期指抛在A50上，这样做既获得了无风险的利润，又获得了分红。所以，国内和国外的基差刚好是反的。

国内期指基差永远都是升水排列，而A50的基差大多数时候都是贴水，最多的时候贴1%，2015年股灾的时候，国内贴水更多。所以，基差的特点没有商品那么明显。但是大多时候，不管做哪个内外盘，基本上都是：切入点最好的时候，一定是基差不利的时候。

**3.** 加速度特点

举个例子，我们当时用沪深300指数做套利，国内大盘突然间涨了一下，在短短两分钟内，沪深300指数直接跳涨了0.5%，但实际上在这两分钟跳涨0.5%的过程中，有40秒涨了0.3%，而在这个过程中A50动都没动。

这个时候，很多的日内量化盘，就会直接买A50抛沪深300，因为A50一定要跟，如果不跟，国内的沪深300一定会回来。这个其实就是加速度的一个特点，也是日内两边做量化的基础：单位时间内一个涨得多，一个涨得少，那我就买涨得少的那个，抛涨得多的那个。

当时很多做A50投机盘的小伙伴，就是看着国内的沪深300来做：沪深300起来，就买A50；一看沪深300掉头下来，假的，平掉A50。这和我们看到中国电建涨，去买中国交建，看到南方航空涨，去买东方航空，实际上是一个思路。

**4.** 现货的加入

国内期指和现货的关系体现在两者通过人民币实现，所以更密切一点。比如说我做了一个买IH抛A50，当IH升水比较大的时候，我又买了现货，抛了IH。这就相当于我把现货引入了，一旦引入现货，我可以做现货，可以做分级基金，可以做ETF，也可以做ETF套利，这就衍生出来一个更大范畴的套利。国内很多对冲基金就是在做这样的事情。

比如，可以做增强型现货，做了增强型的现货之后，找一些弹性好的，交给其他人来日内做T，如果一天能做到3‰到5‰，那这个年化也不得了。如果这个可以接受，那么A50上的小幅贴水也可以接受。所以一旦引入现货之后，会产生多种多样的股指期货套利技巧。

# 第四节 金融衍生品跨期交易

## 一、基差特点

国内的股指期货是4个合约，当月、下月、当季、下季，然后还有我们的

现货指数。所谓基差，就是当月和下月，以及当季和下季这4个合约之间的关系。在这4个合约之间，前3个合约有可能是相邻的。假设现在是11月，那我们现在交易的合约就是11月、12月、3月、6月。但是如果现在是4月的话，我们交易的合约其实是4月、5月、6月、9月，那么4月、5月、6月这三个月是相邻的，而基差在前3个月是相邻月的时候会更有规律性。

举个例子，如果我们现在交易的合约是4月、5月、6月、9月这4个合约，逻辑上4月合约和5月合约的价差，与5月合约和6月合约的价差应该大体相等。如果不考虑分红派息等因素，期指的基差应该是一个时间的函数，跟我们的预期收益率相关。而预期收益率通常不会来回变化，在时间间隔相同的情况下，这两个基差应该大体相同。

有些时候，我们会遇到两个基差间的其他情况。举个例子。假设现在的现货价格是3 000点，期指4月合约是3 050点，5月是3 080点，6月是3 120点，9月是3 150点。如果是这样的一个月差结构，跨期交易应该怎么做？

在这个结构上，如果是我，一定是买现货抛4月合约。因为现货与当月差了50个点，5月合约与4月合约差了30个点，6月合约与5月合约差了40个点，9月与6月中间隔3个月，而合约只差30个点，而现在的时点与4月相差一个月不到，现货与4月合约却差了50个点。所以，在这个结构上至少可以做到：第一，买现货抛4月合约；第二，抛4月合约多5月合约；第三，买9月合约抛6月合约。所以从交易性价比上，一定是做现货和4月合约的价差最划算。

## 二、蝶式套利

还以这个月差结构为例，4月合约与5月合约差30点，5月合约与6月合约差40点，中间差10个点。如果认为两者相差的点数应该一样的话，那么，还可以买5月合约抛4月合约，同时买5月合约再抛6月合约，这种做法就是通常所说的蝶式套利。像现在这个月差结构，一个差40点，一个差30点，可能意义不大。但是如果4月合约是3 050点，5月合约是3 060点，9月合约是3 130点，做蝶式意义就非常大。当然，这种情况比较少见。

## 三、基差结构

因为基差不同，基差结构可以分为好多种，比如根据逐月升水、逐月贴水，有L形、U形、倒U形等。对应这些结构，我们可以去进行一些操作。比如，买在U形的左下角抛在U形的右上角，随着时间的推移，只要这个结构没有变化，我们就能不断地获得一些利润。

### 四、过往情况

从2010年一直到2012年，期指贴水都很少见，几乎看不到。期指的第一次大幅度贴水，是在2013年6月。过去，期指在每年6月的时候偶尔会有贴水，但是持续时间不长，而这几年的4月、5月、6月这几个月，期指会出现长时间贴水。这是因为大家更多地关心到了分红的因素。

过去银行股也分红，但是那时股价比较高，分红的比例不大。到了2012年，银行股已经跌得很厉害，股价很低，这时分红率就变大了。所以，当我们看到6月合约升水3月合约的时候，买3月合约抛6月合约也许就是对的。因为大多数的上市公司会在7月完成分红，少数几家最晚也会在8月完成。但这个不是完全无风险的，因为市场的情绪可能会突然间逆转。

### 五、交割陷阱

期指的交割结算价，是以最后两个小时的算术平均价为计算依据的。换言之，如果最后两个小时是单边行情，那么，基差在最后两个小时是完全不靠谱的。

记住我的结论：所有的期指基差交易，不要到交割清算日完成。你做的所有期指跨期，要在交割结算日，也就是每个月第三周的周五前一天，最晚周四，就把它做完。该平仓的平仓，该移仓的移仓，该换月的换月。因为最后一天可能会出现一些突发的状况。

### 六、期权的定价影响

现在的期权，因为交易的深度已经出来了，所以相应的定价也是有效的，或者说有效的地方会更多一点。

我们经常看到股指大幅贴水，国家在管恶意做空，但其实你看期权，拟合一个空头也是贴水，这里头几乎不存在缝隙。如果存在缝隙，那就是超级大的机会，属于捡钱的机会，一定要抓住。

## 第五节 金融衍生品交易总结

### 一、黄金期到干预期

2015年6月之前是金融衍生品交易的黄金时期，不管是做跨期还是跨市，都是黄金交易期，机会特别多。包括我们做无风险套利，机会都特别多。

但是，2015年6月之后，期指进入干预期，国内基本上停了。在那个时候，我们只能等待，虽然时间可能比较长，但正是大家学习的好时机，抓紧机会把本事学会，等将来再做。

## 二、衍生品交易的合理性

衍生品交易有它的合理性，这些衍生品的交易对市场是有贡献的。衍生品市场的参与者由三类人组成：第一类是投机的，第二类是套利的，第三类是套保的。套保的人是转移了风险。套利的人是抓住扭曲的机会，把市场从不正常修复到正常合理的范畴。那投机的人在这个市场里面，起到的积极作用是什么呢？

### 1. 提供流动性

流动性是最宝贵的，如果没有投机的人，套利就不存在。没有投机的人，大家就没有冲动；没冲动的话，就没有扭曲机会，套利也就不存在，只剩下做套保的。但是做套保的都是一个方向，流动性在哪儿？没有对手盘，流动性也无从谈起。

### 2. 承担风险

投机者在获得投机利润的同时，也承担了投机风险。也就是说，套保的人把自己的套保风险转嫁给了投机者，投机者有风险过渡的功能。

### 3. 对定价的揭示

投机本身就是对定价的一种揭示。你不能说投机的定价一定不准，大多数时候，反而现货商的定价是有偏差的。尤其是在超级大的行情中，我们发现，亏得最多的一定是现货商。为什么？因为他们没有想象力。你问一个做现货螺纹钢的人：你能想象螺纹钢跌到1 700点吗？没有人想得到的。做现货玉米的人，会觉得玉米能从2 400点跌到1 800点吗？也不可能。可实际上，它就是跌到了。这实际上就是对定价的揭示，这个定价只要是市场的公允定价、公平竞价，博弈的成分少一些，就没问题。

这就是衍生品交易的合理性及对市场的贡献。

## 三、人民币的方向占有权重越来越大

过去我们做跨市场套利交易的时候，不太关注人民币的方向，但是现在必

须要关注，原因有两个。

第一，跨市场套利的利润率不如以前了。以前跨市场套利的利润率可以稳定在每年40%，甚至50%，现在跨市场套利的利润率，可能只有不到20%。

第二，人民币从几乎没有波折的单向波动，变成了宽幅的双边波动。比如，2015年人民币两次大幅度贬值，年初一次，汇改一次。这种大幅度的贬值严重超出了市场的预期，人民币的远期汇率4天波动了4%，一些特别远期的合约报价都已经波动到了6%。这是什么概念呢？如果做远期套利，进口毛利率一年才10%，在人民币上3天就打没了。如果带了杠杆，介入的价位又不太好，浮亏立刻就会出来。

所以，人民币的波动方向占有的权重越来越大。这对于国内所有基于内外盘模式的交易员，以及外贸型企业，都是特别大的挑战。2015年，在人民币汇率大幅度波动之后，有进口商过来问我：我们如果要套保的话应该怎么套，怎么去保证人民币的汇率？我说：你现在再去保，其实是没有什么意义的。因为当时现货人民币对美元的汇率在6.36，远期为6.8，最远的远期可能是6.9，那是非常离谱的一个价位。

## 四、现货策略组合

现货策略和跨期结合，尤其是各种阿尔法策略，过去不太被人关注。但是现在有人通过各种各样的现货交易，从原来的纯跨期转移到了一些现货类型的交易上。像之前提到过的分级基金、ETF及ETF套利，还有现货T＋0，以及指数拟合，可以结合多种策略。这种交易模式的逐渐扩展，会导致整个市场的一些交易行为发生变化。最直接的影响是：如果做日内T＋0，我们的对手盘会变得很强。

## 五、交易手法变化

过去，大差不差，大家闭着眼睛闷头做就行。而现在，我们要考虑的东西就很多。比如，这个基差到底合适不合适？3~6个月之后，基差变化大概是多少？人民币是保还是不保？如果保，是保利润部分，还是保交易金额部分？应该根据这些制订一个详细的交易计划。跟过去相比，现在进行操作的难度是大大加强了。这也是跨市场套利，包括基差套利在内的整个套利市场越来越难做的原因。这也从另外一个角度说明了市场的有效性在增强，虽然市场仍然是非常无效的。

# 第六节 商品期货低风险套利

## 一、金属跨市场套利

**1.** 品种

什么是基本金属？目前，我们的交易品种只有铜、锌、铝、铅这几种，品种数量非常少。所以，我们谈基本金属，通常就是指铜、锌、铝这三种，可能还有镍，现在镍的量也上来了。

**2.** 套利原理

套利的原理是同品种在不同市场的定价。基本金属的跨市场套利，范围很广，市场容量很大，从1999年就有人在做，是一个非常成熟的市场。很多贸易公司也是通过这样的方式来做现货贸易的。

**3.** 市场

金属跨市场套利交易的主要市场有三个：一个是伦敦市场，即伦敦基本金属交易所，简称LME；另一个是COMEX，即美国纽约金属交易市场；第三个是上海期交所。伦敦市场的交易品种有铜、锌、铝三种，而COMEX市场的交易品种只有铜和锌，但是锌的合约小，没做过。

**4. 3M**合约

LME市场交易的成交量比较大，一手25吨；而COMEX市场交易一手是5万英镑，两个单位不一样，大家可以换算一下。伦敦LME市场并不是严格意义上的期货合约市场，更像一个远期交易合约。

比如2015年11月14日我买了一手伦敦铜，那么，我把当天买的伦敦铜，在当天卖掉，就是把当天的这个头寸平掉了。如果我当天买了，当天没有卖，就是日内没平仓，那么，第二天我的持仓账户里出现的合约就是3个月后的合约，也就是2016年2月14日，即一份160214的铜合约。同样，如果第二天我卖出一手铜，那么这手铜实际上是160215的合约。对于这一点大家要格外注意，所有的伦敦合约都是3M合约，即3个月后的合约。

**5.** 调期交易

因为LME合约是3M合约，换言之，就是：今天买，交割日从今天开始往后推三个月；明天买，交割日从明天开始向后推三个月。那么，如果头寸的买卖方向不发生在同一天，是平不掉的。这样一来，如果要去对冲，就

需要交易商，或者说是在你的交易商的上手，做一个交易，我们叫调期交易。

比如：我今天买了一手铜，2月14日到期；一星期之后，我又抛了一手铜，那么到期日就是2月21日；我想把这一买一卖两个合约对冲掉，那就要把我的多单往后展期一周，需要付一周的展期费用。

现在做展期，基本上没什么手续费，只需要付调期费。调期费就是所谓的0到3个月的价格排序表，这个很关键，我们把这个叫伦敦的3M升贴水。在文华财经里，LME的页面下有一个交易品种0～3M，就是指这个。调期费最高的时候到过200美元，最低的时候是-100多美元，变动非常大。也就是说，调期费如果是200美元，远月会是大贴水；如果是-100美元，远月会是大升水。

我们国内几月合约就是几月合约，而伦敦每一天都是一个新的合约，跟国内不一样。如果想要做跨市场套利的话，这些内容必须要理解，不理解的话，将来你会发现你挣的那点儿钱，全付调期费了。

**6.** 资金容量

铜的资金容量几乎没有上限。我以前做铜，做1万吨很轻松。锌的头寸就不要太大，我在伦敦锌市场上做过2万吨，出不来，吃过很大的苦头。在国内交易时段，一天成交1 000多张单子，1万吨是400张单子，我当时做2万吨800张单子，根本出不来。展期的话你会发现，本来基差对你有利，可今天到你展期，基差就对你不利，你刚调期完，钱都付了，变成收钱了。其实你也知道，这就是他们在坑你，但是没办法。

## 二、金属跨市场套利现状

**1.** 收益稳定

金属跨市场套利，近些年的情况是年化20%以上的稳定盈利。这两年收益率有所下降。

**2.** 流动性好

金属跨市场套利的流动性特别好，比如铜，做五六万吨问题都不大。如果有现货贸易的背景，做的量再大一点也没问题。

**3.** 操作方式多样

金属跨市场套利的操作方式更加多样，比如直接盘上点价过来，或者做贸易结算，或者搭配着买锌抛铜、买锌抛铝、买铅抛锌，操作方式非常多样。

**4.** 长线资金坚守

很多参与的资金，长线资金始终守在这里就没走过，包括我自己。很多人问我：你主要做什么？如果是不熟的朋友，我就直接跟他说：我主要是做内外盘套利的。为什么呢？因为始终有一些钱就在等基本金属出现这样的机会。一旦有这样的机会，我们必须要来做，因为这个确实也跟捡钱差不多。

**5.** 市场机会长期存在

我认为这个机会长期存在。为什么？因为做金属跨市场套利、内外盘套利，我们的利润来源在于人民币的不可自由兑换。大家可以自己去看一下伦敦铜和COMEX美精铜，几乎没有利润区间。但是为什么国内的铜和伦敦铜有这么大的比价偏差？就因为人民币不能自由兑换美元。很多企业为了借到国外的低息美元贷款，会用美元信用证进行融资，有融资铜的问题，所以导致国外铜和国内铜的价格波动区间这么大。

衡量整个价格波动，通常我们是用人民币价格除以美元价格。从逻辑上讲，这个比价应该大于人民币汇率，因为进口总有各种各样的杂费。但其实我们真正要关注的并不是比价，后面会详细介绍。

## 三、跨市场套利原理

**1.** 套利原理

套利的原理是同品种在不同市场的定价。

**2.** 赢利的本质

第一，市场的冲动。

大部分时候我们是在挣市场冲动的钱。比如：头一天，国内空了好多铜，但国外的铜没怎么动，这个比价就窄了；第二天，国内继续空，国外还不动，比价又窄了。这就是市场的冲动。

第二，我们的外汇不可自由兑换。

第三，现货市场的套保。

比如，进口铜的赢利窗口打开，大量的进口商开始点价进口，买伦敦盘，抛国内盘做保值。这个套保的过程，其实就是进口的流程。这样的话，这个比价也会立刻收窄。

### 3. 寻找市场预期改变的逻辑

所以，同品种跨市场套利的核心，是去寻找市场预期改变的大逻辑，找好的介入点，然后进去做。

当判断进口利润打开，大量的现货商要做点价进口的时候，就去做正套；当判断进口点价结束，比价要向上回归的时候，就做反套。尤其是当认为人民币要持续升值的时候，就应该大量做正套。或者说，由于市场冲动，比如2014年的“青岛港融资事件”，大家认为融资铜被打爆，大量地去用进口到国内的铜，导致国内铜价格暴跌，而国外没跌，所以比价到了6.99。

## 四、跨市场套利方法

### 1. 套利方法

套利的方法很简单，就是买入一个市场的头寸，同时抛出另外一个市场的头寸。

### 2. 配置思路

配置有两种思路，等吨数和等金额。比如伦敦铜一手是25吨，国内铜一手是5吨，等吨数就是一手伦敦铜对五手国内铜。我们是按照等金额做。比如现在伦敦铜是5 000美元一吨，那么一手伦敦铜是5 000美元乘以25吨再乘以汇率，这就是人民币货值，然后除以人民币计价的铜价，再除以5（国内一手吨数和伦敦一手吨数的比值是五倍），算出来就是一手伦敦铜应该搭配几手国内铜。这个数值应该在4.22左右。如果按等比例做，就是一手伦敦铜对4.22手国内铜，如果是等吨数做，那就是一手伦敦铜对五手国内铜。

### 3. 不同品种之间的搭配

在做套利的时候，不同品种之间通常也会有一些搭配，比如铅锌套利、锌铜套利。这里有一个很有趣的现象：如果整个基本金属是涨势，那么铜的弹性会比锌好，铜和锌的比价会变大；如果是跌势，铜和锌的比价会变小。这是非常有意思的现象。

## 五、跨市场套利经验

### 1. 大的扭曲和背离一年至少出现一次到两次

根据过去的经验，铜也好，锌也好，大的扭曲和背离一年至少出现一至两次。以铜为例，在2014年，一次是3月的反套机会，一次是下半年的正套机会。2015年11月后，我认为到了进口铜给利润的时候，这个位置是不错的正套区间；11月12日前后，锌也给出了正套的机会，我判断盘子有可能暴跌就没做。总之，每年都会有一到两次这样的机会。

### 2. 现货情况和经济基本面会给正套带来无风险收益

在现货情况和经济基本面还可以的时候，如果看到正套会带来无风险收益，是可以大量做的。换言之，在从国外进口一吨铜到国内，卖掉就可以赚钱的时候，是应该大力买国外铜抛国内铜做正套的。进口有利润就意味着已经赢利了。另外，美元货可以开信用证，相当于3到6个月的短期信用证，有额外利润。比如，先买1亿美元的货，然后抛在国内，用赢利的人民币货保值。而借来的这1亿美元，是用美元来支付的，相当于做了一个美元的贷款。实际上，只要国内保值，这个货点价进来，就地已经把它给保值销售掉了，资金回收拿到了相当于1亿美元的人民币，3到6个月之后才还这1亿美元的贷款。过去，进口一吨铜亏2 000元都有人做，何况2015年进口有利润，还可以美元融资。

那么，2015年为什么进口有利润？

第一，国内无风险利率的下行，导致资金对收益率要求很低，资金用途也很少；美元信用证又在收紧，美元开证难本身对进口就是一种抑制。

第二，大家看不懂人民币未来的走势，害怕人民币大幅度贬值。如果人民币大幅度贬值，去盲目地做进口就非常不划算了。

关于保货值还是保利润，我的观点是：如果要做大，1亿元人民币没法保，远月人民币涨得太高，意义不大。其实我一直认为人民币汇率的波动本身就是利润来源之一，不应该去保，反而应该保赚到的美元。比如说，今年赢利2 000万美元，要保的是这2 000万美元对应的人民币货值。换句

话讲，如果未来人民币升值，有可能导致这2 000万美元对应的人民币利润算下来只有1 800万美元。我要做的是利润的保值，而不是货值，虽然会牺牲一些利润空间。

## 六、跨市场套利发展趋势

跨市场套利也有自己的发展趋势。这几年最明显的有以下几点。

**1.** 相当多的套利资金逐渐进入市场

最近几年，相当多的套利资金进入这个市场。很多并不专业的套利资金通过各种各样的QDII产品进入市场，包括在海外发一些对冲基金。

**2.** 市场的波动幅度和频率会降低

这么多的套利资金进入市场，必然会导致波动的幅度和频率都降低。原先市场的波动幅度是非常宽的，比如原来在0~100之间来回波动，而现在只是在40~60之间波动。

**3.** 大机会带来的收益率会远远超越以往

这样一来，市场会呈现出什么特点呢？比如，原来每年我们做的波动幅度是20~80，或者80~20，一年会有三四波行情。现在，一年中的大部分时间，波动都在40~60之间，但是偶尔一次大的波动，可能会在120~150之间，利润很窄。但是方向一旦出来，会特别离谱。

比如2014年“青岛港融资事件”发生，在比价6.99上已经有大量的做内外盘的人开始开仓了，因为这是这么多年，难得的一次掉到7以下。实际上，最低到过6.79，印象中我是6.85做的。三周之后，这个比价就回到了7.35。这是一个超级大行情，从原来进口一吨铜亏4 400元，到三周之后进口一吨铜只亏800元。实际上，就是中国的进口需求、融资需求的影响，导致大机会带来的收益超过以往。

**4.** 国内机构大量套保的出现会把盈利空间上下打穿

为什么会出现这种情况？我认为就是国内机构大量套保的出现，会把盈利空间的顶底打穿，相应那些投机套利的会在顶和底上止损。

因为这个套利不是完全无风险的，对于一些没有现货进口能力的企业是有

风险的。就算是有现货进口能力的企业，在亏1 000元的时候去做正套，当它认为这个亏损额要变大，最终变成了现货进口，你说它是会认亏，还是真的会把这个现货进口进来？它肯定会认赔平仓。进口进来要亏这么多，盘面平也是亏这么多，但是进来要报关，从保证金制度变成实打实的交钱、交割、验货、找下家销售。那它为什么不在盘子上平掉认亏呢？所以它是会止损的。它一旦止损的话，就会把这个顶底打得更离谱。这就是为什么我以前做内外盘会做进去，拿着，享受波动，然后平出来。但是现在，我一年都不在里头，有一次机会出现，就集中精力做一次，一年做一回，做完之后半年都不再想。

其实我在等什么？就是在等这些人把顶和底打穿。比如，我认为顶部已经被打穿，锌的比价已经到了8.2，现货进口锌一吨可以挣800元，基差也不错，国内锌升水，伦敦锌也远月升水，而且调期10天还占便宜，是可以做的。

## 七、跨市场套利风险

**1.** 政策风险

关税一旦改变，就会立刻产生风险。这就是我不愿意做棕榈油进口的原因。很多人问我：你怎么不做棕榈油的进口？你怎么不做白糖的进口？你怎么不做棉花的进口？因为政策风险无穷大。做棕榈油的进口，出口关税是马来西亚说了算，这个国家朝令夕改是有历史的。白糖和棉花内外盘套利能做吗？它们是配额制，配额内是一个关税，配额外又是另外一个关税，走私糖遍地都是。这两个是不能做的。

增值税的影响不大，因为增值税是不变的。而关税的影响大，一旦加关税，就意味着进口成本立刻变大。比如铜和锌的比价，锌有1%的关税，铜是零关税，所以铜的比价在7.2~7.5之间，锌的比价在7.8~8之间，差一个百分点。

**2.** 汇率风险

人民币短期大幅度地升值或贬值，也会产生巨大的风险。假设你是在汇率为7.3附近做的正套，汇率一旦拉到7.45，亏0.1个比价，就相当于国内一吨铜亏500~600元。

**3.** 资金风险

因为是在做国内国外的市场，所以资金管理不到位的时候，某一边会被打爆。比如说买国外抛国内，暴跌导致国外没钱。国内赚了大量的钱，你没法跟国外的交易商说你有大量人民币，人家不会管你，掉头就把你的仓位砍掉了，刚砍完又大幅度反弹，国内砍还是不砍？所以，仓位太重的话，会导致被动退出。我的习惯是两边的头寸都不超过60%的风险度。

## 八、跨市场套利操作

知道了风险之后，我们要怎么应对这些风险。

第一，国内对于金属需求导致的进出口政策，是不会频繁发生改变的。比如，现在的进出口政策鼓励铜进口，所以铜的进口关税是零，铝也是零关税，锌的关税税率是1%。不管什么品种，在进行进出口政策调整之前，通常会有各种各样的前兆，比如，天天提贸易摩擦的时候，就应该提防着点。

第二，在确定性不强的时候，我们使用人民币期货对冲汇率风险。

看不清楚人民币的汇率怎么变，那就用人民币期货对冲一下。比如，买伦敦铜抛国内铜，等于是在做一个进口。这个时候，我比较担心的是人民币贬值，如果人民币不贬反升，对我来讲就是超额利润。如果我对人民币判断很准，在人民币大概率升值的情况下，我也不会套保人民币，因为这是我的超额利润来源。

第三，资金管理。

我自己做，不会超过60%，尤其是海外的仓位。海外的保证金低，所以仓位更要小一点。我的经验是：大多数时候，赢利都在国外。所以，一个好的内外盘套利交易员，总是人民币账户越亏越多，美元账户越赚越多。如果这个交易员大量的单子赔的都是美元，赚的都是人民币，那就是有问题的。

## 九、需要注意的几个问题

跨市场套利需要注意以下几个问题。

第一，两地资金平衡。

国外国内的资金比例搭配要平衡，如果有500万元资金，那么就把200万元放国外市场，300万元放国内市场（2：3）就够了。为了取得复利的收益，要不断地平滑市场的资金配比。国外赚钱赚多了，就让它回来点。

第二，由于大宗商品的定价权是在国外的，所以大部分时候你的盈利就是在国外的，所以你的资金回调一定要有保障。尤其是在国内单边亏损巨大的情况下，资金回不来非常麻烦。

第三，收益率回报非常不均衡。比如，有可能在短期内就产生5%以上的回报。看似年化非常厉害了，但其实根本做不到。所以对于收益率，应当算长期，基本上一年做得好的有20%的收益率，做得不好就是10%的收益率。

## 十、跨市场套利技巧

**1.** 长假双边锁

比如，判断春节期间会有大行情，那就在春节前买入卖出双向开仓，两边都做，既买又卖，只要不自成交就行。以铜为例，国内多头开仓1 000张，空头开仓1 000张，国外不做。在国内放长假的过程中，如果海外市场连续暴跌，机会就来了。国内开盘跌停板，就在跌停板上平多单。因为平仓盘优先成交，成交了5手，就买一张伦敦盘的多单。这样就从一个国内的双边对锁仓，变成了内外盘仓位，多单从国内挪到了伦敦，肯定占大便宜了。等于是内外盘套利，开仓的比价特别好。

那么，什么时候平仓？一旦国内的跌停板打开，两边平仓，一定赚大钱。不光铜，黄金、白银都可以这么做。这样操作，希望国内跌停板幅度越小越好。如果1%的跌停板，赚得更多；如果跌停板是20%，机会就没了。通常情况下，国内休市7天，波动10%是很正常的，国内一开盘，4%跌停，会很舒服。如果国内没有跌停板，没有涨停板，你的平仓盘优先的特色就体现不出来。

**2.** 追求基差做结构

追求基差做一些结构的东西，尤其是伦敦盘和美盘，还有国内盘的套利。如果国内盘贴水，伦敦盘升水，而且比价比较小，那就可以买国内抛国外，比价上不吃亏，基差上赚大钱。或者做伦敦盘和美盘套利，都可以。

**3.** 美精铜的特点

美精铜几乎都是升水铜，没有贴水铜，这跟它的交割地有关系。美精铜的交割库都在美国本土，所以美精铜几乎是月月升水的。如果伦敦盘和美盘有这样的基差机会，比如伦敦铜的调期是买单越来越便宜，而美精铜是两

个月换月一次越来越贵，那就可以买伦敦铜抛美精铜。

### 4. 对大势的判断

当做内外盘套利时，我们对于大势要有一个判断。我刚才讲过，做这个套利的时候，盈利基本上都是在国外的。所以当比价较大，你买国外抛国内做正套的时候，盈利出现在国外，说明什么呢？说明应该看涨。所以，内外盘套利非常有经验的人会对价格的短期波动很敏感。比如锌跌到1 600点左右的时候，有人问我：怎么看锌？我说：这个比价我肯定不空，因为这个比价已经到了可以做正套的时候，至少伦敦盘我不敢空。这就是对大势有一个判断。有时候，长线判断可能没有那么准，但是短线却是很敏感的，因为这个比价有可能迅速就回来了。曾经有一次，伦敦锌一晚上涨了11%，把比价直接从8.0左右收到了7.7左右，在8.0左右你去空它很危险，这个比价确实是令人不舒服的。这是对于大势的判断。

本章小结

## 金属跨市场套利总结

对于金属跨市场套利，我总结了以下几个特点。

第一，机会长期存在。我估计会一直到人民币外汇管制放开。

第二，盈利比较稳定。我估计最终可能会稳定到10%以内。

第三，对操作要求很高。这些要求包括：首先要有美元，其次还要有备用的美元，美元还要能随时回来。

第四，恰当的机会出重手。尤其是对于一些确定性机会，一定要勇敢做。

第五，在流动性上可以乐观一点。

第六，门槛高，对交易员要求高。

# 第十三章
# 如何做对冲交易

本章内容难度比较大，和之前讲到的直线型思考方式不同。我不能说我讲的就是答案，或者完全没有问题，它只是我的一种交易思路和思维，有的交易策略在当前的交易环境可能是对的，但时过境迁，也许就是错的，甚至是反的。因此在运用这些策略时大家要有所甄别，长期来讲肯定要形成自己的对冲交易理念。

## 第一节 对冲策略

### 一、对冲的意义

对冲最朴素的想法就是买一个卖一个，或者是买了一个资产，同时为了预防买这个资产的风险，去做其他的补救。对冲的主要意义就在于，冲掉一些无法规避或者很难规避掉的风险。

### 二、对冲的核心

对冲的方法有很多。比如可以买一个卖一个；比如买债卖股或者买债买股；再比如我买欧元同时也买美股，这可能也是对冲。这些交易的核心，都是为了构建一个可以覆盖大概率成功的交易组合。

### 三、对冲的方法

比如，当要做一个交易策略，我认为这个东西会涨，那么我肯定要买。但是，如果发生某种情况，它有可能会跌，而且大概率只有这种情况发生它才会跌，别的情况都不至于让它下跌。举个例子，如果我看好中国的股市，那么最简单的操作方式应该是买A股的股指，沪深300、中证500、上证50都可以。但是我比较担心美股暴跌导致全球金融系统危机，我认为只有这种因素才会导致A股暴跌。那么，我就应该买A股的指数同时抛美股的指数，这就是一个对冲。如果我判断香港市场崩溃会导致A股暴跌，那么我就应该买A股指数，同时抛港股指数。

所以对冲真正的核心都是为了在大概率成功的基础上做一个交易组合。这

种交易组合未必是反向的，有可能是同向的。就像上面提到的，我可以买一个A资产，同时再买一个B资产，那么买B资产有可能对应了我买A资产价格下跌的条件。如果A资产价格下跌是由某一个事件引起的，这个事件也会导致B资产价格上涨，那我可能两个同时买，这也是对冲。比如，有一段时间我在做油粕比的时候发现，原来买油抛粕或者买粕抛油，一买一卖其实是单边，反而两个都是多单或者空单才是对冲。

**1.** 一篮子股票和大盘

比如，我看好10只股票，但是特别担心市场崩溃或者整个A股指数不行。比如说现在上证指数是5 000点或者是8 000点，这几只股票我仍然很看好，但怕今天的大盘不行。这时候我买了这10只股票，同时把股指抛上去，这就是最朴素的对冲。

这种对冲其实已经把一个相对收益做成了绝对收益。原来我仅仅追求的是跑赢大盘，但是现在我有做空大盘的工具，只要跑赢大盘它就变成了我的利润。

**2.** 豆油和豆粕

这其实属于商品，豆粕大概有50%是用在家禽饲料上，20%用于喂猪。因为家禽的存栏相对比较稳定，补栏很快，所以我们认为影响豆粕需求的因素主要是猪。国内的豆油和豆粕主要靠从美国进口的豆子或者从阿根廷进口的豆子进行压榨，可以压榨出18.8%的豆油和78.5%~78.8%的豆粕，剩下来的是杂质和水分。

通常情况下，如果美豆价格是恒定的，豆油与豆粕应该是一个涨一个跌，因为这牵涉到压榨厂的利润。当它觉得豆粕容易卖的时候，一定是玩命压榨卖豆粕，然后豆油就甩掉了。这样就会导致粕贵油便宜。反过来，豆粕不好卖，但是豆油好卖，就可能变成挺油的价格，粕就随便卖了。基于不同的情形，在交易上我们可能会选择买粕抛油或买油抛粕，这就是一种对冲的思路。

这种对冲的思路规避掉了什么呢？规避掉了美豆价格的涨跌。如果我只买豆油，那可能要担心美豆下跌，如果纯抛豆粕，也许会害怕美豆上涨，但是我既买油又买粕，只需要考量油和粕这两个产品在油厂的库存特点以及供求矛盾。如果豆粕严重供过于求，而油供不应求，就应该买油抛粕；反之，就应该倒着做。这是两个产成品之间的套利。

这种对冲交易在海外市场是非常多的，一会儿讲到产业链结构的时候，还

会讲产业链流程中间的套利，这些都属于跨品种套利。在跨品种套利里，很多时候我们构建的并不是套利头寸，而是对冲头寸，后面再详细讲解。

## 第二节 如何对冲

我认为研究对冲或者进行对冲操作实践，主要精力应花在以下四个方面。

### 一、基于产业链研究的跨品种对冲和跨市场对冲交易

什么是产业链？比如炼制螺纹钢，主要需要两种原料：第一种是矿石，第二种是焦炭。焦炭从焦煤里面炼出来，和铁矿石一起变成粗钢，然后到钢坯，然后到螺纹。这就是一条产业链。

再复杂一点，比如，全球现在最大的产业链是化工。从源头的原油、石脑油、PX（对二甲苯），然后到PTA（精对苯二甲酸），这是一个链条。从原油到石油石化是一个链条，变成塑料，然后变成PP（聚苯乙烯），这又是一个链条。这些是在同一产业链的跨品种对种。

跨市场对冲，比如棉花，我们从最源头的棉花到棉花贸易企业、加工企业，一直到纺织企业、成衣企业，最终到消费端，这也是一条产业链条，从商品期货跨越到了A股市场。这些产业链的每个环节，我们都可以找到相应的商品期货品种或者上市公司，比如七匹狼、鲁泰A等。

这是我们研究对冲交易的第一部分，基于产业链研究的跨品种对冲和跨市场对冲交易。比如，买美豆同时抛国内豆油豆粕，可能我会做得更复杂一些，豆油和棕榈油两个混着来，或者再加上国产的菜油菜粕，更夸张一点，我可能还搭配着高粱、油菜籽、小麦、玉米，等等，这样牵涉到的品种更多了。不管怎么样，我们追求的都是在一个大产业链下去研究跨品种及跨市场对冲。

### 二、基于宏观逻辑的一些对冲策略

这一部分需要交易员具备大局观和敏感性，本章第四节重点介绍。

### 三、基于国际资本流动的一些全球市场机会

这是近几年我们应该倾注更多心血研究的，尤其是在美元变动周期与国际资本流动周期比较频繁的时间节点上。资本到底是从哪里往哪里流动？全世界现金流的方向是怎么走的？比如，全世界的现金流可能没有很明显的趋势，但是局部地区是否有现金流的矛盾？比如，2012年安倍上台后，日

本央行选择超预期的宽松，安倍三支箭，导致美元兑日元的汇率从80多直接飙到了100。在外汇市场上，短期出现20%以上的涨幅，如果你只做美元兑日元，可能未必稳妥。这其实就是国际资本流动的一些全球市场机会。

### 四、大类市场配置

在市场配置上，我们有时候会根据不同的周期做不同的考虑。比如，我现在是不是应该买股票卖债券？把债券的久期配成负的？美国的“债王”格罗斯2015年曾发表过一个观点，说自己现在的美债久期是负的。什么意思？俄罗斯是净空头头寸，等于是在做空美债。买股票抛债券，意味着它认为“美林时钟”正在从衰退期往复苏期走。

做这些对冲，我们主要的目的是获得超越配置的收益。做了这么多年交易，我认为真正的赚钱不是在单一市场里面去赚跑过市场的钱，而是在配置上赚钱。比如说过去十几年我的配置在房地产市场，那么从2014年开始，我的配置全部挪到了股市，可能再过个3年或者5年，我又把我的一大部分资产挪到了商品市场。在这些大类市场配置里面，我获得的超额收益，可能比我单纯在某一个市场获得的超额收益要多得多。

## 第三节 产业链研究和跨品种对冲

### 一、商品期货产业链研究方法

很多人问我，你这些交易思路都是从哪里来的？你从哪里找来各个产业各个行业的资料？那我现在就给大家讲讲这方面的内容。

**1.** 多学习交易所的公开资料

首先，去各大交易所网站找各种各样的公开资料。这是我们研究产业的第一步。比如焦炭或者焦煤的上市资料，80多页的PDF文档，过去三五年的一些行业细节以及之前二三十年的行业发展和今后三五年的行业前瞻都放在里面。交割知识、产地、物流、基本的供求情况等全部有很详细的介绍。

**2.** 产业链结构特点

其次，研究整个产业链的结构特点。

比如你研究黑色商品，那就要研究从焦煤到焦炭是怎样的生产工艺；铁矿石跟焦炭一起变成粗钢又是怎样的工艺；从粗钢到钢坯是什么工艺；从钢坯到螺纹钢是什么样的加工过程。能把这些东西理解清楚，最起码你对这个产业链的情况已经有所了解。

在了解整个生产分工情况的时候，你也能够感受到，在这个产业链里哪家公司或者哪个环节是有话语权的。比如，锂电池的产业链从哪里找？你先去网上查锂电池怎么做出来的，然后从锂矿一路就能找到最后的锂电池应用。中间有哪几个环节？最后应用在哪儿？短板在哪儿？这些你都可以在网上找到答案。关键是要有这个思路，努力去搜索和学习整理。这些资料都是公开的，实在不行，找券商的研究报告也可以。

### 3. 工艺和贸易流程

最后一个就是工艺和贸易流程，重点是贸易流程。

在贸易流程里面，我们应该关注它是不是进口的；有没有进口贸易关税的情况，海外产地的情况，包括一些其他细节的东西，我们都要逐一去研究。

当你把这三大类都搞清楚之后，如果还想深入地去理解一个产业链，我的建议是去跟现货企业聊一聊。比如，原来我对热镀锌完全不了解。我有一个朋友，他是做热镀锌自动化仪器控制设备的，我就找他聊了几次。热镀锌下游情况怎么样？上游情况怎么样？今年你们的软件卖得怎么样？维护得怎么样？愿意跟80后打交道还是愿意跟60后打交道？问了这一大圈之后，我对整个热镀锌行业就会有一个比较深的了解。基于这些认识我就知道了：为什么铁塔股份之前业绩是那样的，后续热镀锌的亮点在哪里，到底是在高速上，在特高压的电架上，还是船或者汽车上。这是我们对产业链研究的基本方式和方法。

## 二、产业链逻辑框架构建

当理清楚整个产业链的结构之后，我们在整个产业链的逻辑框架里，就可以找到相应的交易逻辑。这里举最简单的两个例子。

### 1. 产业链间利润的转移

我们拿钢产业举例。

从2002年开始的波澜壮阔的炼钢大发展，其实伴随着我国固定资产投资增

速的急速上行。在2002年之前，铁矿石的价格是十几美元一吨，而当时螺纹钢的价格是多少呢？是4 000元左右一吨。2015年是什么情况？2015年，铁矿石的价格是40美元一吨，而螺纹钢的价格1 700元一吨。2012年螺纹钢每吨价格从3 400元涨到4 000元，焦炭的价格是2 000元一吨。2015年螺纹钢每吨价格是1 700元，焦炭每吨价格只有600多元，焦煤只有500元。这就是产业链各个环节之间利润在发生转移。

2000年之前，黑色产业链利润点在钢厂，当时的说法是一个月再挣一个小钢厂。但是随着时间的推移，钢厂的利润跑到了矿山。铁矿石最贵的时候，从原来的十几美元卖到180～200美元一吨。2008年市场暴跌，后来弹上去，2015年又杀回到40美元。即便杀到40美元，整个产业链里的利润谁占大头？还是矿山。

一开始的时候，利润在钢厂，在焦化厂，后来利润在煤炭企业，现在利润又回归到了矿山。一个夕阳产业所有的环节都在去产能，都在去利润的过程中，最后一定是这个产业链的所有环节，即便是最强势的利润部门都开始赔钱。

2015年左右矿山的成本，FMG（第四大矿山）基本上是30美元多一点，当时可能是跌到30多美元的时候确实跌不动了，但是也有可能会短暂地跌破这个成本价。如果我们当时认为黑色链条里面的利润是从矿山向钢厂转移，那么就应该去买钢厂的股票，同时去抛铁矿石的股票。

钢厂的利润产生有两种情况：一种情况是产成品在涨价，铁矿石也在涨价，但是产成品比铁矿石涨得快；第二种是铁矿石价格在下跌，产成品的价格下跌得少。那么这两种情况下我们都应该买螺纹钢抛铁矿石。但是如果我们认为钢厂的利润会被挤压，钢厂利润会回到矿山，那么就应该买铁矿石抛螺纹钢。我们应该随着产业链里面利润的转移，构建相应的对冲头寸。

**2.** 贸易融资对进口大宗商品的影响

再举一个例子，贸易融资对进口大宗商品的影响。先说什么是贸易融资。我进口一个商品到国内来卖，那么我怎么进口这个东西呢？有可能是进口原材料，有可能通过转口贸易。不管是哪种，我去购买海外商品的时候，有一种购买方式是我从银行申请信用证，银行帮我把美元付掉，半年之后我还给银行美元。我把这些商品进口之后，加工完卖掉，我获取的是加工的利润和本金的收益。我可能两个星期就能够把东西都卖掉，这样一来我手上就多了一笔钱，这笔钱我半年以后才需要以美元的形式还给银行，那么这时候我就可以把这笔钱存到银行买个理财产品。如果理财产品的利息

很高，比如说半年期的年化收益率是6%，同时我在海外美元贷款的利息很低，比如只有1%，那么我这半年兜一圈就能挣2.5%。如果我进口一吨5万元的商品，我的亏损在1 250元以内（5万元亏2.5%的话是亏1 250元），而我现在进口一吨只亏400元，那我也是愿意做的。兜了一圈，我一边可以获得1 250元（理财收益），一边只亏损400元（进口损失）。这个其实就是贸易融资对大宗商品的影响。

一旦我认为融资贸易有比较大的利差的时候，那我就倾向于做这样的融资贸易。融资贸易的亏损有可能是没底的。为什么呢？因为我为了让自己的钱转起来，能够承受的亏损可能很大。举个例子，有一家房地产企业，现在急需用钱，眼下去借贷的话，可能一个月需要支付6%的利息。但是如果通过这种贸易公司，借用它们开信用证的资质，让它们帮忙把商品点进来卖掉。借贷每个月6%，房地产公司给贸易公司3%，那贸易公司愿不愿意做？如果这些贸易企业评估下来，觉得这个房地产企业没有破产的风险，是愿意去做这样的事情的。在这样的情况下，亏损就能亏到一个月3%，那么转一圈，折到6个月去是多少？都亏18%了！如果是一个5万元的商品，18%相当于你可以亏9 000元，就算你挣一半的钱，净亏4 500元你也是愿意的。

这就是为什么有时候进口一吨铜都已经亏到4 500元了，还有人在做进口。这是融资贸易对大宗商品的影响。

一般融资贸易国内做得最多的就是铜（融资铜），铁矿石也有人做。但是铁矿石的问题在于仓储有点贵，而且堆场比较大。不像铜，单价高、密度大、堆起来不占地方。融资铜另外的优势是贸易流程很成熟，套保、点价、贸易、物流都很简单。另外，海外的铜到国内就能用。伦敦铜和上海铜互认，直接拉去交割都是没问题的。我不知道大家见没见过标准的铜，商品期货交割的铜我第一次见也挺震撼的，大家有兴趣可以查一下图片，很壮观。

这也是我们交易的一个逻辑框架。当我认为融资需求在中国死灰复燃的时候，我应该倾向于买进口铜，抛国内铜。当我觉得人民币要升值的时候，应该怎么办？我也应该倾向于做这个交易，买国外的铜再到国内去卖。大家可以再去想想刚才我说的融资贸易的流程，如果在这个过程中，人民币还升值了，你是不是更应该做呢？最初你借的是美元的债，人民币这6个月升值的，是不是额外给予的利润？这就是融资贸易在人民币长期慢牛升值的过程中，一步一步得到强化，有那么多人做的另外一个原因。

总结一下：一方面，我们确实有融资需求，银行解决不了；另一方面，在人民币长期缓慢升值的过程中做这样的融资贸易，本身就会给予人民币升值的额外利润。

## 三、工业品的现状和未来

我认为目前的产业链在各个环节都比较差，尤其是工业品，包括农产品其实也不好。工业品主要有以下几个因素和特点。

**1.** 供给侧改革

这是我国经济增长方式的一个转折点，对于原材料类商品来讲，面临着长期需求动力不足。我们拿铜来举例子，铜是原材料，所有的商品都在去产能，用原材料的人就少了。所以对于大多数的商品，供给侧的改革都将是向下的。

如果市场做空的预期非常一致，这种一致会有两种现象产生：第一是加速下跌，镍是典型，2015年某段时间下跌速度非常快；第二是一旦反抽波动率特别大，2015年11月20日晚上的锌是典型，最多的时候外盘锌涨了70多美元，从1 400多点弹到了1 600多点，当天的波动幅度非常大。作为商品这样的波动幅度非常可怕，只要弹8%很多人就爆仓了。

**2.** 并非一蹴而就

我的感受是，所有的去产能不可能一蹴而就。我了解到很多企业都在熬，多数的实体企业还没有放弃幻想，都在等翻身的机会，觉得只要能熬过去就能好很多。因此真正的去产能其实是一件很困难的事情。

**3.** 产成品需求特点

我现在比较关注产成品的需求。如果产成品的需求很差，那么整个产业链其实没有做对冲的土壤，在这样的行情里去追空甚至大仓位的追空是很难赚到钱的。首先，高位的单子不多，持仓就很慌；其次，它的反弹有可能非常剧烈。比如锌为何弹成那个样子？就是因为冶炼厂表示要限产30%。于是锌就涨起来了，这就是囚徒困境。那么，对此我们要看它下游的产成品到底有没有什么需求上的亮点，如果它的产成品需求非常刚性，也就是说它产成品的价格是下不来的，原材料暴跌对它而言就是超级利好。比如，一些化工企业、印染行业，原材料价格在大幅度地下降，但是它的产成品需求是刚性的。这些内容我们一定要花精力去关注和研究。

**4.** 投机过度的标志

市场也许会投机过度。去产能不是一蹴而就的，比如说本来去产能要搞5

年，结果两个月内投机品的价格预期就已经打到了5年以后的价位上，那今后5年就躺着吗？这是不可能的。举个例子，假如我看到5年之后商品上国内铜的价格是30 000元，那你觉得我现在就把铜做到30 000元对吗？这是不现实的，不能指望5年中这个价格一点波动都没有，如果5年后是30 000元，那么中间一定会有低于30 000元的时候，也一定有弹起来高于30 000元的时候。

那么，投机过度的标志是什么？如果现有企业的全流程生产成本，在这个价位上不可能维持，那么这个价格一定就已经投机过度了。那我们现在就去考量，哪些东西是投机过度，哪些东西还没有投机过度？比如，我们去考量2015年的铁矿石，大家觉得过度了吗？当时铁矿石的成本是40美元左右，FMG的成本在30多美元，打到这个位置其实大家都不挣钱了，那可能它就无法长期持续，产能自然要削减。如果此时就已经把它做到30美元了，那这个位置一定过火了，这就是过度。包括焦煤，当时曾有人说焦煤要被打到460元，全中国2015年1月是没有一吨焦煤的价格是这样的，如果打到这个位置一定是过度了。

**5.** 对产业未来的思考

2015年的时候，我认为工业品在此后的两三年几乎没有亮点，可能会有反弹。原先我的判断一直都是L形平的，逻辑就在于需求端是没有亮点的。供应端是在一轮一轮地削减产能，这样就导致了L形的形态。本来以为能稳住然后阴跌，后来看后边可能还会继续下探，所以我后来肯定不愿意去空，它弹几天才能再去空。

这是对于整个市场中关于产业链上的一些想法，可能对于工业品来讲，逢高空暂时还是对的。原来不敢逢高空或者说原来认为逢高空是错的，是担心局部的刺激导致整个商品市场有一个巨幅的反弹。现在看，反弹来源已经不可能从刺激端产生，只能是跌多了再弹。所以就要看这个品种的弹性到底有多好，跌多了让它自然弹。这个时候我们就不需要去考虑政策的问题，而是直接去看图操作。在图形上，可能反弹的幅度、支撑、压力位等更简单一点。

## 四、跨品种对冲核心

我们在做跨品种对冲的时候需要注意以下几个问题。

**1.** 因果关系前后唯一

跨品种对冲的因果关系应该前后唯一。比如，我是做大钢厂利润的，那就

应该买螺纹钢抛矿石。当发现钢厂的利润没有扩大，反而在缩窄，那我买螺纹钢抛矿石这个头寸就应该获利了结。我们跨品种对冲的时候，它短期的逻辑关系应该是唯一的。也就是说，影响头寸的因素应该是唯一的，最多一个主要矛盾，一个次要矛盾，你要做的这个逻辑应该是主要矛盾。不能够很多因素在影响这个比价关系，你交易的那个逻辑却是一个次要因素，这是不对的。

**2.** 政策风险的预防

举个例子，比如又印钞了，又来个4万亿元的刺激，这就是政策的风险。我们要不要去提前预防？这种我们应该怎么预防呢？其实也很简单，比如我做个买螺抛矿的商品，同时再做多股指，或者干脆买股指抛商品。这已经变成一个战略配置的问题了。

**3.** 尽可能地把各类信息列表

尽可能地把各类信息要素列一个表：什么时候会发生什么事情，为什么要这么做？这叫推演，也叫逻辑链构建之后的演绎。你在脑子里进行列表，或者把它写下来，当遇到这种因素会发生什么样的情况？发生了这种情况之后，要选哪个选项？如果什么都没发生，会产生什么问题？然后继续再往下推演。信息列表是为逻辑推演做准备的，也有人管这个叫沙盘。我经常举这个例子，这就相当于一张平着的渔网，我手捏其中的一个节点，把它拎起来，别的网格都在跟着变化，我拎起来之后的形状，是一个由近到远蔓延的过程。在蔓延的过程中，可能会有一些新的交易逻辑产生，然后你再去评估这些新的交易逻辑是不是有交易价值。

**4.**停损和时机

如果我们做进去，发现这个逻辑不对，或者说逻辑对了但是没有效果，那我们就需要停损。同样，我们做进去的时候也需要时机，做进去先套半年和做进去就赚肯定不一样。

# 第四节 宏观逻辑和其他对冲策略

## 一、宏观逻辑构建

前面讲的都是产业链的问题，下面介绍基于宏观逻辑的一些其他对冲策略。

### 1. 敏感度培养

当你听到一个新闻，观察到一个现象之后，你的第一反应应该是在交易上出现这种情况怎么办？举个例子，巴黎发生爆炸了。你们第一反应是什么？很多人是安防，对不对？肯定是对的。那选什么样的公司呢？有没有想过，去研究一下巴黎摄像头用的是哪里的，有没有国内制造的。这其实就是一种敏感度。

也许你研究下来发现巴黎不用摄像头，那说不定对国内的一些摄像头出口企业是好事。或者你研究发现巴黎的摄像头已经用满了，而且用的全是国外的品牌，那也没关系，我们顶多做了一项没有意义的工作而已。但是我们毕竟去抓了这个机会，有这个敏感度。

敏感度的培养，需要日积月累。像我带的学生，他们最大的收获其实应该就是敏感度的培养。日常生活中，可能我给他们一个指点，他们的敏感度立刻就起来了。比如：泰国一发洪灾，他们就去做多橡胶了；澳大利亚一刮台风，他们就去做多铁矿石了；智利地震，赶紧买了200张铜合约。这就属于敏感度，可能他们做这个东西，情绪上发泄一两分钟就平了，后面刚反应的人，追进去做多的时候，他们已经走了。靠一个新手自己去琢磨这个太难了，可能需要大量阅读和思考，远不如跟一些交易老手来得快。因为老手们见多识广，以前遇到过这种情况，有经验。敏感度与逻辑构建、对冲头寸构建是没有任何关系的。它只是一种基础性的工作。

### 2.大局观培养

比如说中国人口结构拐点产生，会带动房地产市场新开工面积下来，然后整个去产能开始产生，而人们的消费能力又在日益提升，这就导致我们对于一些进口商品的需求会特别热，那么有没有想过去买新西兰纽币抛澳大利亚澳元呢？在2012—2013年，可以买纽币抛澳币，现在是不是仍然可以这么做？或许现在这样操作就有问题，虽然新西兰纽币便宜了，但之前有一阵子纽币比澳元都要贵，这在两国历史都是很少见的。这是一个宏观上的例子。

还有一个例子是我经常说的美豆和玉米，美豆和玉米比价高的时候在3，低的时候在1.7～1.8，波动非常大。如果今年美豆赚钱，明年农民更愿意种豆子，两年之后豆子过剩了，那明年我就可以抛美豆买玉米，因为玉米的供应少了。

这就是宏观逻辑。所有的这些逻辑，其实都有内在的原因。不需要它最终一定会发生，只要市场预期它会发生，在预期发生的这个过程中，我走一

段就行了。这里就会有一个问题，你到底是要做一个追随者，市场刚刚开始谈论的时候就做？还是做一个引导者？这要看你的交易风格。你愿意做一个引导者，其实你是在做左侧；你愿意做一个追随者，你是在做右侧。这是宏观逻辑构建的一种思考方式。

## 二、宏观逻辑操作要领

宏观逻辑的操作要领，我总结了以下三句话。

第一，做多有益的，做空不利的。

第二，做多政府鼓励的，做空政府限制的。

第三，做多供应少的，做空供应大的。

## 三、事件驱动

很大程度上，宏观逻辑其实就是在做事件驱动。

### 1. 二分法

当发生一个事件之后，你把这个事件的因素分成两大类：一个是对该事件起正面作用的因素；一个是对该事件起负面作用的因素。买正面的抛负面的就可以了。任何一个事件我们都可以应用简单的二分法。

### 2. 将谈未谈

那么，用什么样的方法去抓这个时机？你进去太早，也许时机不对，你的头寸可能在不利的方向会走得很远。你刚走了，它又回来了，这个很痛苦。这个时机如何把握？其实就是在大家将谈未谈的时候你去做。那么，怎么去发掘刚刚有人谈论的时间点呢？这需要一个契机。什么样的契机？比如做多鼓励的，做空限制的，那不就是冬季雾霾吗？当出现雾霾的时候才做，没来雾霾就别做。万一今年没雾霾，这事就不谈了，有了雾霾我再做，这就是契机。

### 3. 活用列表

其次，看列表。比如开气候大会，这里就会有一个谈论的问题。你想想看，2014年全世界气候大会的时候，是连篇累牍的报道。这个东西有时候是看灵感，关键是你自己要真正做好准备。比如每个月初把这些开会的日

程都做一下列表，你都能想到那天的新闻应该是什么样。巴黎气候大会，是不是新闻肯定会报道？这跟当时炒地图是一个道理，只是现在炒时间表。这些其实不难，关键是你要用心。这其实就是事件驱动。

但是这种驱动，你要分清楚，要有大局观。像巴黎气候大会肯定是件大事。如果是一个与机器人相关的会就是件小事，小事的话可能就那么一天，甚至连表现都不表现。你自己要人为地去标记一下。比如说连着3天全是这个大会，那你就要给这个题材打5颗星，这个题材一定要强烈关注；如果就那么一点点，那你就打1颗星，能做就做，不能做拉倒。甚至如果是一个下降行业的东西，它只是往上拱了一下，这反而是个空的机会。比如有色金属年会，你现在看这个点，有色金属年会一定是哭穷，号召减产，大家抱团取暖。开这个会之前，你先平空单。开会的时候放消息出来：我们抱团取暖。一下弹很高，你再空回来就行。其实这已经不是沙盘推演了，而是单纯地去研究各种信息，以及怎么去用这些信息。但实际上，如果去推演的话，可能要比这个复杂得多，这只是宏观逻辑上的一些要领和方法。

## 四、逻辑蔓延和逻辑推演

### 1. 逻辑蔓延

什么是逻辑蔓延？我有一个主线的逻辑，当把它拎起来的时候，随着这个逻辑的深入，会有一系列分支的逻辑变化，有一些必然结果将会出现。这就是逻辑蔓延推演，在逻辑蔓延推演过程中，你会发现很多操作依据和需要规避的节点。

### 2. A股的推演

2014年年末的时候，我和一位朋友聊天。我们认为牛市可能马上就会来，主要的驱动力有三个：第一，无风险利率下行；第二，大类资产配置转向；第三，市场本身比较便宜。这三个主线逻辑最终产生，让市场上涨，一定会有一个标志。那么，我当时考虑的就是这个标志是什么？换句话讲，钱来了的标志是什么？

在这三个主线逻辑里，二三点不是最关键的。因为市场已经便宜很多年了，而大类资产配置转向，一定是市场表现之后才有，不会在一潭死水的时候发生。唯一的一个因素就是无风险利率下行。当降息的时候，就是无风险利率下行。那么，降息就是牛市开枪的那一下。结果，2014年11月21日宣布降息，大家去翻当时的K线图，看看降息之后，第一天的走势是什么样子。这是推演的第一步。

随着行情走，这位朋友问我："牛市来了应该买什么？"我就想，上一轮牛市来了，买什么？买券商嘛。上一轮牛市只有一家券商中信证券，后来海通证券才来。那这一轮牛市券商很多，券商股的涨跌明显分化，涨得最凶的是华泰证券，涨得最少的是中信证券。他问我："你怎么看券商股的分化？"我的看法是，如果是结构性行情，小券商的弹性肯定好，大券商的弹性肯定不好，如果是大牛市来了，涨幅应该一样。他很机灵，立刻把他的小券商全部换成了中信证券。

A股后来变成什么样了？A股从那个时候开始进入了融资时代，大量地上杠杆，所以这个牛市一定会特别快，迅速起来，高位震荡剧烈。一直推演到2015年1月19日，券商降两融杠杆查两融，一下全部跌停板。

这是要干什么？最主流的板块被摁倒了。它们被摁倒了之后，应该怎么去考虑这个问题？这位朋友给我打电话说："券商大旗倒了，我们应该选什么？"我说我也不知道。但是依据我的经验，我又跟他说："现在肯定是调整了，春节之后一定会有一波更凶的行情。"他问我为什么？我说中国人春节喜欢串门，春节之后大部分人都有钱了，因为赚钱效应，这批钱春节之后是会跑步进场的。后来我们看到春节之后指数起来了。这是我们用逻辑蔓延去推演A股整个牛市的进程。

**3.** 港股的推演

我之前跟大家说过好多次港股。港股是跟着A股涨，跟着美股跌的。美股一说要加息，这边立刻就下跌。美元如果加息的话，港币怎么办？这是两难选择。实际上这就是为什么现在港股市场最便宜的原因。

**4.** 商品的推演

逻辑蔓延的过程，不仅仅集中在金融衍生品市场。对于一些商品，我们的一些逻辑蔓延可能会更有意思一点。比如我们继续去考虑刚才说的去产能问题。去产能去到一定程度的时候，比如到全市场都认为去产能的时候，我们一定是认为远期升水的，远期的价格一定会升高。

为什么呢？因为现在产能大，将来产能小，所以将来的价格一定比现在价格高。那如果现在还有一些商品的品种，是远期平水或者是远期贴水，我们是不是就应该关注？比如说，铁矿石1月和5月合约的价差还是1月合约高，5月合约低，那么，如果我判断铁矿石的去产能会在2016年的5月之前进入大规模的阶段，那么5月和9月合约的价差就应该倒过来，应该9月合约高，5月合约低。如果2015年5月合约对9月合约还是贴水的，那我当时就应该买9月合约抛5月合约。当时，微博上已经有人着急去做螺纹钢的

1月和5月合约的反套，这也许是对的。他做1月和5月合约反套的逻辑就是1月之前，螺纹是不太会有大规模的去产能情况，而在1月和5月之间会有去产能。

这是推演去产能，我们从结构上已经推演完，那可以再去推各个品种。焦炭是不是也应该这样？焦炭如果去产能，前面去得比较彻底，也许5月和9月的焦炭也应该摆上来。所有的商品，在2016年的5月之前，哪个去产能的节奏会比较慢？哪个会比较快？快的那个可能早摆上来，慢的那个，一定是晚摆上来。从逻辑上讲，应该是越靠近消费端越容易去产能，越靠近原材料端越难去产能。因为它毕竟成本低，或者说是成本控制最好的那个商品，它的去产能一定是最慢的，还没有到亏损的边缘。而现在已经亏损的这些商品，反而去产能会比较快。你也可以用铁矿石的正套去覆盖螺纹钢的反套，或者是用铜的正套去覆盖螺纹钢的反套，来规避去产能不彻底或者去产能缓慢的风险。你用一个套利头寸去对冲另外一个套利头寸，也是可以的。这其实都是逻辑在蔓延。

**5.** 不在于结论，而在于推演的过程

其实大多数时候我们不用在意推演的结论，而要在意这个过程。关键是你要学会自己去推演、去分析、去修正，然后在实践中去运用。能够有一两次用到，你就会发现这个东西是无价之宝，会让你非常振奋。

逻辑推演这部分，没有什么更好的办法，我只能不断地举例子。然后，我们可以拿现在的一个现象或者现在的一个思路一直往后去考察。但是大家问这种能力怎么培养？这个只能靠坚持不懈地去训练，从交易敏感度上开始下功夫，然后一直到这种逻辑推演。多想想总是好的，大多数人交易做不好的原因是：做得太多，想得太少；想得太多，总结得太少；总结得太多，改正得太少。你要把这几个太多太少都改好了，肯定没问题。

# 第五节 国际资本流动

## 一、美元周期

美元周期几乎是人人都在谈论的一个问题。从2000年互联网泡沫结束到2008年，这是一个长周期。从2008年金融危机，美联储把美元利率降低到接近零的位置，已经维持了很多年。在这个过程中美联储一直在实行一些宽松的政策，而美联储仅仅是把宽松的“笼头拧住”，虽然把放水的开关拧住了，但是它还没有收水，没有把水抽走。从升息到降息，然后再到升息，历次的美元周期都伴随着剧烈的全球资本流动。

我的观点是：美联储制定所有政策的考量目标只有一个，就是对美国经济有益。它的思维方式是这样的：如果对中国不利，我要不要做？首先我要看这件事情对中国不利了之后，中国的反应会不会对我不利？如果对我不利，那我要衡量一下这个不利到底能不能接受：如果可以接受，那我就做；如果不能接受，那我就不做。

我的判断是：整个国际资本在美元周期的初期一定是回流美国的，美国这轮的美元周期必然会伴随着降杠杆。上杠杆的过程是全球撒美元的过程；收杠杆是倒过来，全球的美元重新回到美国，美联储的资产负债表缩表的一个过程。

在这个过程里可能存在着一个资本流动，资本可能从新兴市场往美国市场流，从非美地区流向美国地区。那么，资本流入美国之后去干什么？是去拆杠杆，而不是回流实体企业。美国的上市公司再投资的欲望其实是很低的，它们在派红利回购股票。这是整个美元周期和资本流动问题。

## 二、欧洲困局

欧洲的困局体现在两个方面：一个是高失业率，像希腊高达50%的失业率；第二个是发展太不均衡了，整个欧洲的发展，领头羊是德国，几乎是德国一家托全欧洲。为什么德国人愿意托着，那是因为德国制造在欧洲倾销。

面对整个欧洲的困局，欧洲央行其实没有过多的选择去应对，它只能印钞去刺激。包括希腊，它是一定要救助的。欧洲的任何一个欧盟国家，它都要去救助。虽然它说退出也是选项之一，但这都是假的。你看看那些港口和地理位置，就知道它不可能不要这些国家。所以整个欧洲现在面临的问题就是宽松。只要宽松，欧洲就源源不断地在吐钱。

在这种情况下，去空欧洲的股指肯定没有去空它的货币好。空货币一定是性价比最高的。空欧元空到股市出现明显泡沫，然后就是所谓的滞胀情况，通胀上来了，资产价格还在上边，但是实体企业还是不行，失业率还是高，出现金融危机的时候，可以继续空货币，同时还可以再把它的指数给空上。这就是欧洲的困局。

欧洲现在是不敢紧缩，也没有任何紧缩的必要。但是这些宽松政策始终刺激不到真正的实体，为什么？因为欧洲的福利太好了，我们在那个福利状态下也不愿意干活。只要你不断地印钞，通胀一定会出现。

这是欧洲的问题。那么相应来讲，欧元更多地承担了一个融出货币的角色。欧元在这样宽松的环境里面，利息很低甚至是零利率、负利率，就没

有用了。没用怎么办？还是要从银行体系吐那么多货币出来，有人就去借银行的欧元换成美元，然后把美元存在银行，有息差；不存到银行，就拿美元去买美国资产。所以我们可以看到德拉吉在2015年10月说：我要更加扩大我的宽松规模。按照他的想法会出现什么情况？只要是欧洲开盘时段，美股的表现都很好。为什么？就是因为很多大银行借了欧元，然后把欧元换成美元去购买美国资产，这其实就是全球的国际资本在流动。欧元是融出的一方，借了欧元换成美元。长期这么看的话，你说欧元与美元的汇率会到哪儿？肯定会往下走，欧元的汇率一定会下去。这也是从2014年开始，欧元兑美元从1.4跌到1.0的主要原因。它的钱没有地方去，只能以这样的一种形式进行国际资本流动。

## 三、中国参与的亚洲新秩序

国际资本流动比较关键的就是中国参与的亚洲新秩序。过去东盟各国大都是美国的盟国，美元一加息，这些钱有可能都会从这些国家走掉，回到美国。

## 四、国际资本流动的核心

所有这些国际资本流动的核心其实都是一个——投资回报率。为什么钱愿意从马来西亚回到美国去？或者愿意从欧洲跑到美国去？因为美国的投资回报率在往上走，而欧洲的投资回报率还维持着极低的水平，甚至是在往下走。这就是我之前考虑的问题，就是说可以把标准普尔的空单，换成空这些新兴市场，或者空欧元的头寸，这其实也是一种交易的思路。

## 五、资本配置种类和周期

### 1. 配置的角度

大类的配置就是股票、债券、大宗商品、外汇和房地产这几类。那么在配置的周期上，一定要再去回顾一下美林周期。眼下我们处在一个什么样的周期？如果眼下我们处在一个通缩周期，从通缩往复苏这个路上走。这个时候其实是应该配股票的，因为债券的表现已经快完了，整个通缩的过程就是债券表现的过程。我们既然已经从通缩过程往复苏过程上去，那么我们肯定是在买股跟卖债的这个角落。

### 2.大宗商品

关于大宗商品，在通缩的末端肯定会有一个非常剧烈的下杀。这个下杀其

实就是所谓的加速下跌。

**3.** 外汇

可能很多人觉得人民币的外汇不行，要去换成美元。但是我还是比较相信我们央行的操控能力。

**4.** 房地产

房地产过去10年都处于黄金发展时期，三四线城市已经开始去库存。只有北上广深，大概还是会表现不错的。对于配置，我们的大局观要更好一点，因为它体现在很多地方，配置对了会事半功倍。

本章小结

## 对冲的本质

有关对冲的本质，我总结了以下几点。

第一，对冲交易的专业性比较高，策略性比较强。与之相应的是，对于交易员综合能力的要求也比较高，所以大家在操作的时候要谨慎，关键是要学。

第二，不要为了对冲而对冲。

第三，所有对冲的本质都在于买强抛弱。所以对于强与弱在盘子上的表现，在技术图形上的表现，大家还是要下点功夫，要学会买强抛弱。

第四，逻辑链条的构建，需要长期不断地学习、完善和积累。

# 第十四章
# 如何走上交易之路

## 第一节 情绪和梦想

### 一、事实和数据，情绪和梦想

> 人们若是只想把股票变动与商业统计挂钩，而忽略股票运行中的强大想象因素，一定会遭遇灾难，因为他们的判断仍是基于事实和数据这两个基本维度，而他们参与的这场游戏却是在情绪的第三维和梦想的第四维上展开的。

这是《对冲基金风云录》[1]里的话，我第一次看到这段话的时候，感受不是很深。一直到2007年的泡沫破灭之后，重新读这本书的时候，我觉得这段话写得太好了。因为许多人在股票上遭受损失，基本上都是由于判断的依据是事实和数据，输在了情绪和梦想上。我们以前一直在说，在市场上，如果能够学会利用人的情绪，哪怕仅仅是学会了识别情绪，就可以躲过很多灾难并赚很多钱。如果可以利用这些情绪，那这个市场基本上就是提款机。如果学会把人群从一边赶到另一边去，利用他们的情绪这么做，那真的是有赚不完的钱。

很多时候，我们很奇怪：为什么有些股票质地很好，前景也非常好，但就是不涨；而有些个股，比如特力A，就能一飞冲天，然后从上面到下面像过山车一样来回三四遍。如果你2015年一年都持有特力A，并猜对每个高点和低点，估计至少赚15倍以上。市场上会有这种情况，这其实也是因为情绪的第三维和梦想的第四维。

很多年前，我还在证券公司上班的时候，曾经接待过一个客户，他和老伴都是高级知识分子，尤其是老先生，是数学教授。有一次，老先生自己一个人来打对账单的时候，我俩在柜台上聊天。他就特别不服气地跟我说，他不管干哪行都非常好，但只有炒股不行，怎么做都是错的。他就问我：“奇怪吧，小伙子，为什么我一个教授，就是炒不好股票？这些技术指标我一看就都知道它们的数学原理，我甚至可以利用这些技术指标自己再编一些东西，但我就是赚不到钱，为啥？”

那个时候，我不知道答案，只是在跟他聊天，或者说是在安慰他。现在，我能够体会到了。让他赔钱的可能有好多种因素，但首先是他的想象力肯定不够好。其次，他的情绪控制肯定不怎么样。

情绪控制得好，一般来讲不会亏大钱。如果想象力很好，想赚钱其实并不难，也许就是那么一层窗户纸。很多人可能基于事实和数据这两块都没问题，但是情绪控制和想象力不过关。想象力本身也是我的短板，也需要提高。

## 二、情绪对人的影响

先跟大家讲讲我自己的经历。我做这么多年交易，也有情绪失控的时候。2004年，刚学豆子的炒单，第一天我亏了500多元，第二天亏了300多元，第三天亏了50元，后边连着好几天，都是这种微赚微亏的状态。但是有一天，我做失控了。那天，我一上午做了40笔交易，一次对的都没有，下午就开始反过来做。看涨的时候，我就故意下空单；看跌的时候，我就故意做多。那时，我已经完全失控了。

还有一次是2014年，某天晚上，我针对美国的一个数据赌行情。本来打算美国出这个数据之后再做，结果抖机灵，在2点钟出数据之前，1点58分的时候，我突然间觉得应该下跌，然后就空进去，空进去了之后，2点钟数据出来，直接跳涨2%。凭借交易员的本能，那个价格一闪，瞬间我就敲了平仓。在平仓的那一刻，我心里有一种强大的预感，自己平的一定是最高的价位，一定平在了最差的位置。平完之后，两分钟之间就跌到我开仓的位置，并一路下去。当时我很失落，觉得自己干了一件很傻的事情。

一般来讲，我很少因为交易发脾气，或者情绪失落。从这里头我能够感受到，像我这种不太容易激动，或者不太容易失控的人，一旦失控起来是挺可怕的。所以，我对交易的控制很谨慎。比如，交易室里好多人打网游，我不打，因为我怕控制不住。我戒掉了烟，但是对于网游我未必抵抗得住诱惑。在情绪控制上，我们每个人都应该自律，从开始就不要做。

## 三、失控，在所难免

在我的交易生涯和我带的学生中，失控是每个人都会有的情绪，不管谁都会经历，关键是在这种情绪到来时你应该做到两点：第一，要能意识到；第二，在意识到了之后要马上补救，将损失降到最低。其实大多数人都能意识到，知道自己在搏命，但只是知道了，不想去善后。比如，被套1元之后，你会本能地认为再跌两毛三毛都不是钱。其实这就是有没有人提醒，如果有人提醒，还是很容易避免的。

就情绪而言，没有更好的训练方法，只能靠大家互相提醒。如果钱比较多，找一个人帮你报单，也许是最好的办法。只要跟报单员交代清楚到哪个价格给你平掉，真到那个价位的时候，你不要反悔就行。事前把容易失控的概率降低，克制住自己，什么也不做，比事后补救要容易得多。

## 四、我对情绪的反思

跟交易相关的人性弱点，一个是贪婪，一个是恐惧。一般来讲，贪婪释放情绪是比较慢的，是脉冲式的，一次，再一次；而恐惧的释放非常快，是集中式的。比如，2015年11月27日，下午两点多，突如其来的恐惧一下集中释放。

贪婪和恐惧，是根植于人性的，根本就没有办法克服，我们也不要想着去克服。我们能做的就是事后或者事中去弥补一下。这是人性，要是把这都克服了，就没人性了，没有人味儿了，人毕竟不是机器。从另外一个角度来讲，我们也要正确理解盈亏同源。比如你赚钱可能是因为你的贪婪赚到的，或者因为恐惧避免了赔大钱。所以，两者对你既有好处，也有坏处。你割舍不掉，也不能割舍。真的割舍了之后，你会发现，可能你赢利的那一部分也没有了。

## 五、我的交易之路

### 1. 起步

1998年，当时我还在上大学。我们有一门专业课——国际金融，是讲西方股市的，我当时觉得很有意思。那时候，A股的行情还蛮好的，我在同学的怂恿之下去开了股票账户。我记得很清楚，自己买的第一只股票是稀土高科（旧名），我同学买了云南铜业。我当时没多少钱，刚刚够买100股，赚了两三天，然后就开始被套，很痛苦，因为要等着钱吃饭，就把这只股票砍了。那是一次客串。

2000年，我去证券营业部实习，一下就喜欢上了这个地方，觉得太刺激了，当时帮客户打一张对账单都能收5角钱。我们那个营业部热火朝天，每天可以看到很多人在里面跑来跑去，很多人炒B股，有大户室、家庭大户室，用ISDN专线做交易。对于我来说，一切都很新鲜。我在那儿实习，1天有100元补贴。大家可以想一下，那时的证券公司多么财大气粗。我们营业部的马路对面就是振鼎鸡，每天中午跟着同事去吃振鼎鸡，下了班还能领100元回家，真的非常开心。所以，暑假过完，我就下定决心要做证券从业人员。

大学毕业，我自己找到了证券公司这条路。进来以后，我运气很好，跟着一个老手，帮他敲了将近一年单。我当时胆子特别小，以为错单要自己赔，怕赔不起，所以我没有错单。通过那段时间的锻炼，我对交易的理解比原来要多多了。所以，我挺感激那时候能有这样的机会。当时，别人不愿意做这件事情，我很愿意做。我那时一敲就是好几万股，现在买300万股都不一定能上排行榜，但是当时买3万股就能上股民排行榜。那时候我很痴迷交易，每天自己画K线图，这是我的起步阶段。

**2.** 发展

真正开始进行自己的长期实践，是从2002年开始，我主要做短线。现在做短线的环境比那个时候好太多了，当时手续费很贵，佣金为1.65‰，印花税约为3‰，光这两项一年就要做掉一倍多的本金。当时算下来，我第一年的收益率不到10%，第二年的收益率将近20%。

在这个阶段，其实自己懵懵懂懂地抓住了一些书本外的东西，比如当时就想着追板：怎么追这个板？这个板的角度、斜率怎么样？下午2点以后的板怎么追？上午10点以前的板是闭着眼睛必追的。一天两个来回，就这样，我积攒了大量的交易经历，交易经验长得飞快。在股票领域，一直到了2004年、2005年的时候，我才有底气，已经可以确保在股票上不赔钱。当时，我信心很足，觉得已经形成了自己的交易体系。但是到了2006年，我的信心又开始动摇了。

2006年，指数从1 300点涨到2 000点，几乎没有特别大的回调，是一轮超级大行情，但是我却放跑了无数只大牛股。比如：4元的股票，我买了，然后在4.6元时我走了，结果这只股票涨到40元；10元的股票，我买了，吃两个涨停板后，我跑了，结果这只股票调整三天，连头都不回，一路涨到35元。

我的信心开始动摇，觉得自己完全不能应付新的格局。那段时间是我看书最多的时候，有一阵子，我很痴迷找那些所谓的tenbagger(十倍股)，现在想想其实挺幼稚的。因为十倍股其实是小概率事件，但当时不懂。2007年，我不敢做了，在“5·30”之前就溜了，一听说要加印花税，听到这个提法我就溜了。2007年的下半年，我以打新股为主。2008年一年，我除了手上有一个ST量不大，被套住了以外，别的基本上就没做过。这期间做了点债券，也是我的老本行，算是尝到了甜头。

2008年，我深刻地体会了市场的残酷。大家现在看到的是冷冰冰的K线，但是当时我看到的是活生生的人。第一轮，大盘从6 000多点杀到3 000点，半年跌了一半；第二轮，大盘跌幅75%以上，大多数个股跌掉8成市

值。在第一轮杀跌后，当时一些巴菲特的信徒抱着“如果你不想持有一年，就不要持有一秒”的目标，一个个踌躇满志地抄底优质蓝筹股，结果被无情地腰斩再腰斩。我眼睁睁地看着他们从千万富翁变成了百万富翁、“负翁”。经历过那次股灾，“股神”的神话在我心里破灭了。

**3.** 体系

2009年，我觉得自己通了，知道赚在哪儿，也知道会赔在哪儿了。因为截至2009年，我走完了两轮完整的牛熊布。但是前面那一轮，我在做短线，根本就没有考虑过牛熊布。所以，很多人觉得自己会了，但连一轮完整的牛熊市都没经历过，他们的经验不可靠。

经历过这一轮，我彻底地搞清楚了自己的体系，知道了自己的专注，也知道了自己的能力到底在哪儿，应该怎么做。从那时候开始，我已经意识到，做投资也好，做投机也好，要把它当成一项事业，而不是把它当成一个爱好。如果你把它当成一个爱好，纯玩票了，那也无所谓。但是你要想在这一行有所成就，还是要把它当成一个事业。所谓事业，就是自己可以做好久。你抱着这个念头去做的话，会主动地去形成自己的体系，构建自己的体系。

我比较幸运，在构建自己体系的过程中，得到过很多人的帮助，有很多人指导过我，告诉我应该避免什么。其实，领路人给你带来的技巧很少。因为他的技巧也许适合他不适合你，但是他会告诉你，这条路是行不通的，或者那里是有陷阱的。也许他不能教会你该做什么，但是一定会告诉你不能做什么，这个很关键。一旦知道了不能做什么之后，你就可以排除一个错误答案，难度立刻就降低了。本来是4选1，现在变成3选1了；如果原来是2选1，那现在就已经只剩唯一一条正确道路。所以，从那个时候开始，我自己也是一步一步地在修正自己的交易体系。

**4.**在路上

到目前为止，我只能说，我还是在路上。还是一个学习者，就是我说的，我也还是个孩子，正通过自己的努力在学习。在所有交易者中，我天分应该不算好的，但我是一个挺努力的人，每天大概有16个小时是在交易上。我觉得如果大家都这样，想不成功其实都很难的。

## 六、晋级三部曲

我认为，一个合格的交易者，晋级路上必须要经过三道槛。

**1.** 赚过一次大的

你一定要深刻地知道，自己为什么赚的这笔钱、怎么赚的，甚至赚这笔钱的过程中的波动，包括心理波动，也要能完全记下来。

**2.** 赔过一次大的

就是说，你要知道自己错过一次很离谱的。一般来讲，赔得最大的都是自己的钱，因为自己觉得无所谓，觉得心里承受得起，会赔个超级大的。

**3.** 可以稳定赢利

赚过一次大的，知道什么是该你赚的；赔过一次大的，知道什么是你最容易赔的。一个给你信心，一个给你警惕。当你赚过大的也赔过大的，现在可以稳定赢利了，那你基本上就合格了。

相应来讲，大概99%的人都是不合格的。所以从这个角度讲，我们现在都是学习者，还都在路上。写这一章的时候我远远没有写前面几章的自信。为什么？因为前面那些章节，可以说是我领着你们做，但是这一章是我在探索的东西。这条路是很难的，每个人都是因为执着才能走到现在。而正是因为执着，你可能会遭受非常大的损失。这本身就是一个矛盾。所以，学无止境。

# 第二节 反身性理论

## 一、发现反身性

> 市场并不是像教科书所讲的那样理性和有效，而是具有高度的不确定性和反身性，这会带来泡沫和市场的崩溃。

这是索罗斯《金融炼金术》里的话，我推荐大家去读一下这本书，好好体会反身性的东西。我事先要跟大家说，这本书是很枯燥的。我当时买完以后根本就看不下去，这老头儿在说什么，完全不懂。虽然我当时强迫自己把它看完了，也没什么感触。一直到后来，我看了一篇文章，这篇文章也是一个美国人写的，他反思道：美国从互联网泡沫破灭到2002年美股复苏，再到2007年金融危机，然后全面崩溃。他分析了美国经济从房地产复苏，一直到房地产泡沫盛行，最终泡沫被捅破的所有金融现象、交易现象以及市场表现。我看这篇文章的时候，突然想到了《金融炼金术》里面讲

到的反身性，当再把这本书翻出来看的时候，发现它真的好有道理。

从那一刻开始，我再去观察一些相当长的交易逻辑时都会想，这个交易逻辑里有没有反身性存在？如果有反身性存在的话，这个反身性会体现在哪里？或者现在已经到了反身性的哪一个阶段？在我接触的交易理念中，我认为反身性可以很完美地解释市场运行波动，运用这种理论是可以赚到大钱的。

## 二、价格围绕价值波动的本质

下面，我介绍一下什么是反身性。反身性其实很简单，就是我们学过的马克思主义政治经济学原理里面经常说的一句话：价格围绕价值波动。

反身性理论是这么理解这个世界的：基本面是客观存在的，价格是主观判断的。反身性理论认为，价格永远不会与基本面趋于一致。为什么呢？因为价格是人们主观形成的，人们的主观情绪导致价格的形成，而价格又反过来影响人们的主观情绪。换句话讲，你对这个东西看涨，当你看涨的时候，就会去行动，去买它，它的价格自然就会涨；而这又会影响更多的人看涨，他们看涨之后也会买它，导致它的价格进一步上涨，这就是反身性。就好像我们左右脚在互相踩，然后又弹了200丈的高度。反身性理论认为，整个市场均衡的时候非常少，甚至是没有的。我认为这从很大程度上揭示了价格围绕价值波动的本质。我第一次接触这个理论的时候没看懂，后来发现它以后，觉得里面有很多东西是值得我们耐心琢磨的。

## 三、我理解的反身性

### 1. 反身性的三个阶段

我认为：如果有反身性存在的话，我们应该尽快地识别这个反身性处在什么阶段。我把它分为三个阶段：第一，形成阶段，这个阶段是价格开始抬头，刚刚开始突破的时候；第二，自加强正反馈阶段，这个阶段是加速的阶段；第三，最后一个阶段，在这个阶段主观判断的价格和基本面的背离达到极致。

### 2. 反身性起于平衡市

平衡市（也叫震荡市或无规律市）是没有反身性的，但是反身性应该源起于平衡市或者震荡市。也就是说，它是从平衡和震荡中找到了一种自加强的方向。在这个方向里，它选择了自加强。或者说，就是因为有了这个自加强的外在基础，它才会去选择这个方向。而且，它一定会向一个能够让

它的趋势加强的方向去运行，而不是走向另外一个方向。

**3.** 反身性的本质在于趋势自加强

这方面最典型的例子是2002年兴起的房地产大牛市。1996年，上海房地产市场有过一次牛市，后来迅速地崩掉了，之后一直波澜不惊。从2000年开始，上海市政府推出了许多刺激房地产的举措，其中比较有名的是买房送蓝印户口、买房退税，但是各种各样的措施始终不太起作用，一直到2002年开始的城市大拆迁。

大家有没有想过，这一轮房地产牛市的起点在哪儿？真正意义上的我们收入的增加，其实是在2001年以后，所谓改善型需求的人多了起来。原来靠工资买房跟现在困难差不多，是买不起的。但是为什么当时有钱买房子呢？因为所谓的城市改造（市政工程）让政府把土地价值盘活了。土地价值被盘活之后，一定是助推楼价的，这个价格一形成，自我强化立刻就出来了。

大家想象一下：因为楼价在涨，所以大家都往楼市里面涌，银行开始大量地提供按揭贷款，楼市越涨银行按揭就越积极。我的一位大学同学，在2003年的时候有上百套房子，那是什么概念？他自己就是小银行。所以，这其实就是一个趋势的自强化。刚开始的时候是北京房价比上海贵，后来上海房价比北京贵得多，北京房价又上来，两个城市的房价就一直比着涨，这个趋势自加强一直持续到今天。中间只有小幅的，可能一年都不到的小下跌。这就是反身性。

美国的次贷危机，也是因为楼市的趋势自加强，反身性出现，房地产市场复苏，大量的资金进入房地产市场，因为房地产市场赚钱，更多的钱涌进来，银行也投身到这个市场。穷人买不起房没关系，给他们次贷产品，可以把他们的贷款打包，资产证券化卖给下家。于是进来的钱越来越多，一直到把这个自加强趋势打到离谱。什么时候算离谱？房贷开始有呆坏账，资产证券化打包卖出去的产品收不回现金流，这个游戏大家进行不下去了，次贷危机爆发。

## 四、运用的难点

我自己对反身性的理解是，反身性的本质也在于一个趋势的自加强。但是在运用上面，其实是很有难度的。这里面有两个最核心的问题。

**1.** 到底有没有反身性

现在，股票市场有没有反身性？对于这个问题，只能说有了融资融券之后，它的反身性大大加强了。原先没有融资，没有外来放大的杠杆资金，它的趋势自加强是很难的。有了融资，再加上我们的做空手段不完整，所以它的趋势自加强就更加容易了。中国市场为什么没有慢牛？中国市场有融资，没有融券，有做多，做空力量很小，做空一下人人喊打。在这样的市场里，朝上的反身性特别容易出现，但往下很难。

反之，现在大宗商品是不是另外一种反身性？对于大宗商品的生产商来讲，价格下跌怎么办？要么停产，要么死，要么扛价格，要么增产，最后大家全增产。一增产，价格又往下跌，跌了之后还要去弥补利润。怎么弥补？还要靠增产。这是商品往下的反身性。2015年的A股市场出现的就是特别典型的往上的反身性，一涨，疯牛，管都管不住。配资一打，杠杆一拆，又暴跌。

在反身性上，我们可以去考量很多东西。

**2.** 我们怎么去识别现在反身性的阶段

如果是酝酿阶段，我们应该观察，看看这个反身性能不能起来。如果这个反身性成立的话，我们应该大力地做趋势，在这个反身性很离谱的时候，我们应该十分警惕。

如果看一下索罗斯的交易，你会发现他有很多试错的交易。他是在试什么？现在你让我去理解他的这些试错，我觉得他实际上是在试现在处于反身性的哪个阶段。一旦试出来是哪个阶段，他可能就全力以赴地做。你会发现，索罗斯做的趋势类的操作全是这个样子的，不管是之前做白银还是空标普，他前面一定有一个试的过程。他在试什么呢？就是在试这个反身性到底有没有。他肯定有自己的判断依据，或者他是在盘中试自己的感觉。如果所有的试单都是赢利的，他可能就认为自己的方向是对的，趋势自加强一定会出现。

# 第三节 牛市三部曲

## 一、牛市三阶段理论

对于反身性的理解，可以跟大家聊一聊我的一些思考，这些思考和我们前面说的情绪和梦想实际上是一回事。这些思考是我在2010年的时候总结的。我认为一轮牛市可以分为价值发现、价值重估、价值幻想三个阶段。

对应反身性的三个阶段，牛市这三个阶段可以这样定义：价值发现阶段就

是赚钱效应的正反馈，也就是说它是赚钱效应的反身性酝酿阶段；价值重估阶段其实就是一个趋势的自加强阶段；价值幻想阶段是最离谱、脱离常识的阶段。

这和我们的情绪和梦想也是对应的：价值发现的时候，我们的情绪是从低潮期往兴趣期过渡；价值重估的时候，我们是从兴趣期到了高潮期；价值幻想就是已经稳定在高潮期了，这其实已经不是情绪了，已经从幻想过渡到了梦想阶段。

## 二、价值发现阶段

### 1. 价值发现阶段的行情特点

价值发现期在过往的几轮行情里比较典型的，2013年到2014年就出现过一次，再往前是2004年到2005年的那次。这两次的间隔刚好是10年。

在价值发现阶段，有以下几个特点。

第一，长期下跌之后的缩量盘整期。

大家可以自己去看，这个缩量盘整期越长，底部就越扎实。尤其是2004年、2005年的时候，那个底部时间特别久，很磨人。上证指数一天的成交量才二十几亿元，有的股票一天连一笔成交都没有。

第二，股息率令人满意。

市场上会有一些股息率非常好的股票，我们把这种股票叫作“现金奶牛”。比如2004年、2005年的佛山照明、新兴铸管，股息率基本上能到4%或5%。2013年、2014年的宁沪高速、建设银行，它们的股息率同样也很令人满意。

第三，期指从贴水走向升水并有反复。

我们可以看2013—2014年的那一轮行情，期指是从贴水走向升水，并且来回反复的。

第四，非周期行业估值低。

大家对于这一点的争议特别大。很多人觉得，现在的市场估值不高，比如银行股的平均市盈率就非常低，那为什么看起来一点也不像价值发现阶段？我的观点是：周期行业在牛市顶端的时候，它的市盈率是最低的；在

牛市起步的时候，它的市盈率反而是比较高的。所以剔除周期行业之后，观察非周期行业的估值是高还是低才是关键。比如现在的医药、消费类股票，它们的市盈率并不低。

### 2. 价值发现阶段的情绪特点

大家可以想一下，在价值发现阶段，市场情绪的特点是什么？这个阶段市场的情绪特点，让我用一个词来形容就是半信半疑。有人觉得很便宜，股息率很好，可以买；有人觉得，这也许是假的，可能明年就没这么好的东西了。大家争议比较大。

在这个阶段，我们最常见的持股原因是什么？就是红利好。我很尊敬这样的人。在这么差的情绪环境里面，他们依然认为自己买的这只股票的股息率很好，真的挺了不起。说实话，让我在熊市特低迷的时候还去拿着股票，我是做不到的。这是性格问题，不确定的东西我不太想碰。在价值发现阶段，有底气拿股票的，基本上都是真正的价值投资者。我认识的朋友中，尤其是2005年坚定买股票的朋友中，真的有很多大神。

这个情绪特点，其实也蕴藏了一个真理：真正在底部的时候，能够扎扎实实赚到钱的人是很少的。这个时候大部分人不是在想怎么去买股票，而是想着自己只要解套了，立刻就溜了。我在小说里也写到过这样的场景，其实这些场景真的是我切身经历过的。跌破998点那天早上，我这么说一点都不夸张，整个交易大厅的人连一桌牌都凑不齐。有个客户过来跟我说："来，跟我们打牌吧。"我还跟她说："今天是见证历史的时刻，从四字头跌到三字头。"结果那个阿姨跟我说："你记着，以后每天都是历史。"她的意思就是说：以后天天都是三字头。最后当跌破的那一瞬间，整个交易大厅里股民都在鼓掌，自暴自弃，不把钱当钱，跌破1 000点在鼓掌。但实际上10点钟瞬间漏了一下，马上就冲起来。冲起来的时候，我跑到楼上大户室，一片静悄悄，很多人在抄底。这是一个多么神奇的现象！很多东西你经历过之后再去回想，真的挺值得回味的。所以，这个时候的情绪特点就是，半信半疑、有点犹豫，甚至是自暴自弃。

## 三、价值重估阶段

### 1. 价值重估阶段的行情特点

这一阶段的行情特点主要有以下几个。

第一，经历过了一段上涨。

第二，各板块基本表现一轮了。

第三，期指以大升水为主。

这个阶段的期指一般都是以升水为主，尤其是在国内，下次再来重估阶段的话，我认为一定还是大升水。

第四，市场活跃度很高。

大升水就意味着杠杆的价值更高一点，市场的活跃度很好。

**2.** 价值重估阶段的情绪特点

在这两轮牛市的重估阶段，我见过非常有意思的市场情绪。

比如2006年，当时的主线逻辑是股改。第一批四只股票股改完之后都很快就填满权。当时我们还在犹豫到底要怎么搞。有的经济学家说这就是实质性地推倒重来。花荣说，这是千载难逢的买入机会。他认为：原来政府是以市价卖给你，现在不光不是以市价卖，还给你补偿，10送3不就是给你补偿吗？先跟你商量，对价给你，然后才换取自己的流通权，完全把自己跟你的利益绑到一起了。按照他当时的观点，应该砸锅卖铁买股票。但是，许小年就认为大盘要跌到800点。当时的争议非常大。

在这个过程中，因为主线逻辑是股改，所以价格重估的逻辑链是非常清楚的：只要股改，我们就往股改上冲，只要是进行股改的我就让你涨，谁进行股改谁的股票就涨，大家的情绪一下就变了。原来研究基本面的，不研究基本面了，既然重估是以股改为标准，那我们就去找进行股改的股票，只要股改的股票，一报预案，先打一通涨停。所以进行股改的前六批股票，几乎是公布一批，涨停一批。

2015年的主线是什么？2015年的重估是以中字头的股票为主的，涨不是因为股票名称的后面两个字，而是因为前面俩字是“中国”，这些就是2015年最强的那轮牛市里冲得最猛的股票。这其中的原因有两个：第一，这些股票是“带路党”（股票），中国出击海外的龙头；第二，这些企业是国企混合所有制经济。这是2015年的行情特点。至于大盘股搭了台，指数冲起来之后，小股票开始疯狂地表现，那就是另外一回事儿了。

价值重估阶段的情绪特点实际上就是：抓着一个主线拼命弄的时候，也是反身性最强、主线逻辑最突出的时候。所以2015年最坚决的板块是券商，连“带路党”（股票）都没这么坚决。这轮行情从2014年11月启动，一直涨到2015年1月19日，最后是证监会把券商股掐死了。这是最坚决的一个大

型板块，几乎所有券商股都涨了3倍，这其实就是重估的标志。因为市场活跃了，牛市回来了，所以我们要给牛市重新定价。原来市场是熊市，我们给券商定了一个价，现在市场是牛市，我们给它另外一个定价。是谁把这条路给断了？大家都知道，因为所有的打击都是冲券商来的。

## 四、价值幻想阶段

(一)价值幻想阶段的行情特点

**1.** 期指大贴水

在价值幻想阶段，期指一定是大贴水。为什么呢？因为聪明人开始看空了。但是期指大贴水不是充分条件，而是必要非充分条件。看到大贴水，一定来熊市？这可未必。但是熊市前面一定能看到期指的大贴水，我相信聪明人一定存在。

**2.**交易异常活跃

交易量和换手率非常高。如果你做的那只股票的换手率经常维持在20%以上，这只股票真的是可以放弃的。长期跑赢指数的个股，一定是波动率低的个股，而不是波动率高的个股。所以，如果看到一只股票换手率很高，维持很大的一个量，而且始终不收敛，那么就要非常小心。如果这个价位还是在相对高位，比如已经有了2~3倍的涨幅，那么在这个位置就应该出逃。你可以留2 000股做种，但是不能把赚钱的希望寄托在这上面。

**3.** 非周期类个股估值偏高

比如医药、消费、公用事业类的股票，包括高速公路、机场类股票，这些股票的估值都在偏高的区间。

**4.**指数波动率增加

指数的波动国内最强，如2015年11月27日应该是三个Σ。

（二）价值幻想阶段的情绪特点

**1.**交叉持股类的个股会涨得特别猛

“因为我持有你，所以你持有我，所以你涨的时候我一定要涨，我涨了确

认了你的上涨。”这是当时大牛市时被说得最多的一句话。

**2.** 故事很宏大

这个市场讲的故事都很宏大，只要一讲就讲得很遥远。

**3.** 害怕错过机会的人非常多

市场的参与者是生怕自己上不了车，到哪儿都有人谈论股票，害怕错过机会的人非常多。在2001年那轮牛市的顶部，我听到的最响亮的口号是：消灭10元以下的股票。当时听到这个口号之后，我也血脉喷张。第一个月挣的工资赶紧存进去买了轻工机械（旧名），我还跟我表姐说了一声，她也买了，结果赔惨了。

**4.** 都在赚钱，找不着赔钱的人

短线的人在这个阶段赚钱非常容易，甚至生手都在赚钱。在这个阶段，你找不着赔钱的人，大家都在赚钱。

**5.** 看着调整心不慌

这个阶段最危险的一种状态是认为“这次不一样”。人们当时手上有股票，看着调整，但是心里不慌。

（三）群体梦想

在价值幻想这个阶段，大家的梦想度量，是层层递进的。比如对于行业和上市公司的发展，大家开始是憧憬这个行业和上市公司会如何发展，紧接着会提出一个概念的拓展，比如说这是一个VR（虚拟现实）概念，最后给你一个口号式的价格目标：一定会出新高！在整个幻想阶段，大家的梦想比较多，但实际上外面的资金是比较少的，这是幻想阶段的特点。

在这个阶段，以前有人用很多很复杂的技术指标去判定，但实际上，我们只能靠常识。所谓的疯了，就是有别于我们的常识了。

在上一轮牛市中，我认为什么时候是疯了？就是中国石油上市的那天。我们的一个大型机构客户打新股中了80万股中国石油，一开盘看到开盘价，立刻80万股砸下去，砸下去之后分笔成交明细是人均一笔成交400股。大家可以想一下，谁在买？散户在买。

那个时候我就基本上确认，已经到顶了，后面也许深不见底。但当时说这话根本没人会信，我虽然看空，但也没想过后来能跌得那么惨。我从4 000点就开始打新股了，觉得能调整到4 000点吗？我当时真不知道。当时的情况给我的感觉就是：我4 000点卖的，调整到4 000点，等于我不赚不亏；我肯定不会来，至少要到3 000点。当时你会想到要跌到1 600点吗？不太可能。所以，这些很难去度量，只能靠常识。

本章小结

## 操作为王

关于操作，我给大家总结了以下几点。

**1.** 中长期选择一个方向

如果我现在做一个长周期的话，肯定只会选择一个方向，所以本质上我已经抛弃了平衡市。比如我现在看多，才会过来做多，那么在做多的过程中，我可能一笔空都不会做。我就是买，涨多了，减一些量，股价下来之后再加回来，这样滚动地做，但是，中长期我只会选择一个方向。很多人总是试图多空都吃到，尤其是在商品期货上。包括现在很多初学日内交易的人，我也跟他们说得很清楚：以你们眼下的水平，每天就认准一个方向做，不要做两个方向，做两个方向会非常难受。

**2.** 在操作实践上要有底线思维

不管怎么样，我不能只认一只股票，输到一定程度，就血本无归了，一定要站起来。还有一点是，随着趋势一直在往后运行，你的量应该是逐渐缩小的，而不应该逐渐变大。比如做200万元的头寸，涨了一倍之后翻到了500万元头寸。为什么牛市里面大多数人赔钱？就是这么赔的。底下的单子太薄，上面的单子太厚，2 000点的时候没做，一旦觉得牛市来了，别人都挣了大钱，才觉得自己挣这么点那怎么能行？满仓加融资，结果一轮大跌，反而牛市赔钱了。

**3.** 用月线等长周期参数去考量

你看看上证指数在6 124点时上升的月线图会不寒而栗，已经涨6倍了。指数涨6倍，我们还在坚持做多，简直是疯了。一年之后看，真的觉得是疯了，但是当时你看过月线图吗？你如果当时看了月线，就不会那么笃定地认为要涨。

包括2015年，如果看过月线图的话，8月底9月初的时候，你也不会那么笃定地认为要崩盘了。时不时扫一眼月线挺有效果的，最起码让我们在大方向上不会太离谱。

**4.** 做之前想清楚

很多人做之前从来不研究基本面，做之后滔滔不绝地讨论基本面，开始变成一个长线交易者。一般来讲，买之后才变成长线交易者都是被套的人。

**5.** 杠杆交易不能太固执

很多分析师不能做杠杆交易的原因就在于此。分析师总想证明自己是对的，所以很固执。我们是要赚钱的，不是为了证明自己是对的。要明确这一点，不要太固执，尤其是在杠杆上。

**6.** 慎用把利润赌光

凡是抱着要把利润赌光的心态去赌的，基本上都把利润赌光了，你们也可以自己试一下，看看自己是不是也是如此。

**7.** 想象力锻炼

我就是一个非常缺乏想象力的人，但这个市场很需要想象力。比如微博上我挺佩服梁瑞安的，他敢想：铁矿石要跌破300点，玉米要跌破1 300点。不管有没有发生，至少他敢想，这是超越市场普遍观点的。比如他和别人对赌铁矿石，对赌棉花，都还实现了。许小年直接说要跌破800点，多少年他都是这个论调：要崩，要崩溃。谢国忠也挺有想象力的，说了那么多年房地产市场崩溃，就没对过。这已经不是我们要的想象力了。真正的想象力是他想到了，也去做了，并且确实如他所想实现了。所以，想象力是需要锻炼的，不是拍脑袋想出来的，而是经过深思熟虑的。

**8.** 要学会在矛盾的观点中思考

矛盾的观点，有可能是自己的，也有可能是你听两拨人的观点得来的，一

拨看多，一拨看空，令人非常矛盾。怎么在这种矛盾的观点里吸收有用的东西？我的经验是：在听别人聊的时候，就试图去找他逻辑上的漏洞，如果他的逻辑上没有漏洞，那么我就认为他的观点是正确的，至少是我不能证伪的。我们要学会跟别人交流这些观点，在互相矛盾的观点中筛选、过滤，最终吸取自己所要的观点。

---

[1] 《对冲基金风云录》中文版由中信出版社出版。——编者注

# 结语

可能很多人听过我的课或看了这本书，会觉得难度太大，学不会，也没有精力学。印象最深的是10年前曾经有人跟我说：一个交易员白天可以交易A股，晚上可以交易美股，偶尔还做商品。我当时觉得这不可能，他是在吹牛。10年前，有人告诉我说我现在可以做这么多东西，我完全想象不出来。

但是现在到了我这个位置，我不觉得这有多么了不起。这些东西是人人都可以学会的。10年前无法想象的事情，现在我不光能想到，甚至已经做到了。很多东西在时间面前就是一层窗户纸而已，坚持去做就能做到。一方面，我希望你们不要妄自菲薄；另一方面，也希望你们能有一个目标，不要单纯局限在股票市场。因为抛开股票市场，还有很多东西都是可以做的。

# 致谢

这是一本很特别的书。主要内容来自我在网上的在线视频课程。

结构十分完整，从最初的普及类知识一直到非常专业的套利交易，涵盖了整个交易领域，更记录了我数十年交易之路的探索过程。

本书的出版凝聚了很多人的心血和付出，希望我们可以在交易之路上越走越好。

图书在版编目（**CIP**）数据

交易之路：如何构建属于自己的投资体系／陈凯著. -- 北京：中信出版社，2019.11
ISBN 978-7-5217-1107-3
I. ①交… II. ①陈… III. ①投资 - 基本知识 IV.①F830.59
中国版本图书馆CIP数据核字（2019）第218261号

交易之路——如何构建属于自己的投资体系
著者：陈凯
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：320千字
版次：2019年11月第1版
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978-7-5217-1107-3

版权所有·侵权必究

# 投资最重要的事



The Most Important Thing Illuminated

Uncommon Sense for the Thoughtful Investor

顶尖价值投资者的忠告



[美] Howard Marks 霍华德·马克斯 著
李莉 石继志 译

这是一本难得一见的好书。

——沃伦·巴菲特

中信出版集团

# 投资最重要的事

[美]霍华德·马克斯 著

李莉 石继志 译

中信出版集团

# 目录


推荐序1

推荐序2

中文版序言

序言

01 学习第二层次思维

02 理解市场有效性及局限性

03 准确估计价值

04 价格与价值的关系

05 理解风险

06 识别风险

07 控制风险

08 关注周期

09 钟摆意识

10 抵御消极影响

11 逆向投资

12 寻找便宜货

**13** 耐心等待机会

**14** 认识预测的局限性

**15** 正确认识自身

**16** 重视运气

**17** 多元化投资

**18** 避免错误

**19** 增值的意义

**20** 合理预期

**21** 最重要的事

献给我一生挚爱的
南希
简、贾斯廷、罗茜、山姆
安德鲁、雷切尔

# 推荐序1

## 一本巴菲特读了两遍的投资书

第一，很少推荐书籍的巴菲特为什么如此推荐霍华德·马克斯的书？

巴菲特很少推荐投资书籍，2011年他却大力推荐霍华德·马克斯的书《投资最重要的事》，而且他说自己读了两遍这本书。

霍华德·马克斯的投资业绩接近于巴菲特，他的投资理念和巴菲特非常相似，且他对巴菲特的投资理念非常推崇："我认为巴菲特是一个伟大的投资者。"

他们两个人还有一点相似之处，全球投资者非常期待巴菲特每年写给股东的信，而专业投资者同样非常期待霍华德·马克斯写的投资备忘录。

你肯定想不到，巴菲特也非常重视阅读霍华德·马克斯写的投资备忘录："当我看到邮件里有霍华德·马克斯写的投资备忘录，我做的第一件事就是马上打开邮件阅读其内容。现在，我读他的书又重读了这些备忘录。"

霍华德·马克斯的《投资最重要的事》，收录了他自己过去20年写的投资备忘录的精华集锦。

巴菲特的投资水平极高，且他推荐的投资书籍极少，那么他怎么会如此推荐霍华德·马克斯的这本书呢？

一是英雄所见略同。两个人都是价值投资的拥趸，都非常信奉格雷厄姆提出的价值投资的基本原则。霍华德·马克斯几乎在书的每一章都引用了巴菲特的话，可见他和巴菲特的投资思想是多么相同。

二是英雄各有所长。巴菲特擅长把非常复杂的投资哲理用非常通俗易懂的话说出来；霍华德·马克斯则擅长结合自己的投资经验把价值投资基本原则的实践应用方法解释得非常务实，并结合最新的经济情况和市场情况提出自己的独到见解。

巴菲特最初主要投资股票，后来更多地收购和经营企业，而霍华德·马克斯只投资证券，而且主要进行股票投资。所以说从这一点来看，霍华德·马克斯的这本书相当于专门解读自己的股票投资想法、操作方法和心法，他和

巴菲特的基本投资原则完全相同，但他比巴菲特更加专注于股票投资，他的投资备忘录更加详细，更加具有可操作性，所以这本书对于以股票为主的投资者更有实践上的借鉴意义。

第二，霍华德·马克斯这本书的核心是超越市场的价值投资的“降龙十八掌”。

霍华德·马克斯这本书的中心思想非常明确：如何取得超越市场平均水平的投资业绩？

这个投资目标看似简单，但是要实现它却相当不简单。他一开始就引用格雷厄姆的话：“投资艺术有一个特点不为大众所知。门外汉只需些许努力与能力，便可以取得令人尊敬（即使并不可观）的结果。但是如果人们想在这个容易获取的标准上更进一步，就需要更多的实践和智慧。”

如何才能战胜市场？

格雷厄姆给出的答案非常精辟：“人们要想在证券市场上取得投资成功，第一要正确思考，第二要独立思考。”

巴菲特强调投资成功必须将用脑和用心结合：“人们要想在一生中获得投资成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或机密信息，而是需要一个稳妥的思考框架作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种思考框架造成侵蚀。格雷厄姆的书能够准确和清晰地为你提供这种思考框架，但对情绪的约束是你自己必须做到的。”

霍华德·马克斯说得更加直白：“记住，你的投资目标不是达到平均水平，你想实现的目标是超越平均水平。因此，你的思维必须比别人更好——更强有力、水平更高。正因其他投资者非常聪明、消息灵通，并且高度智能化，所以你必须让自己具备一种他们所不具备的优势。你必须想他们所未想，见他们所未见，或者具备他们所不具备的洞察力。你的反应与行为必须与众不同。简而言之，保持正确可能是投资成功的必要条件，但不是充分条件。你必须比其他人做得更加正确……其中包含的含义是，你的思维方式必须与众不同。”

霍华德·马克斯把超越市场平均水平所必需的与众不同的思维称为“第二层次思维”。为什么说是第二层次？因为它代表高人一等，胜人一筹。投资是一门科学，更是一门艺术，而投资艺术和其他艺术一样，要想卓越出众，既要多用脑，又要多用心：一是如何用脑进行与众不同的第二层次的思考和决策，想问题比一般人更深入；二是如何用心坚持与众不同的第二

层次的思考和行动，行动上比一般人做事更高明。

这本书的核心可被归纳为一句话：逆向思考并逆向投资。

而这正是巴菲特一生一再重复的最基本的投资原则：在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

巴菲特在致股东的信中谈得最多的是与众不同的正确投资思维应该是什么，而霍华德·马克斯在投资备忘录中谈得更多的是根据他个人多年的实际投资经验，如何才能够做到与众不同地正确思考并行动，因为他深切体会到，在投资上与众不同而且是与绝大多数人都不同，会让投资人的短期业绩压力变大，心理压力变大，这比在生活中做到与众不同更加困难。

霍华德·马克斯从他自己逆向思考并逆向投资的40多年的投资经验中，总结提炼出18件投资最重要的事，也是他认为的18种最重要的卓越投资技术，而这些正是巴菲特和霍华德·马克斯这些价值投资大师取得长期战胜市场的优秀业绩的关键，所以我称之为价值投资者的“降龙十八掌”秘籍。

我简要概括如下：1.最重要的不是盲目相信股市总是有效或者总是无效，而是清醒地认识股市相当高效而且相当难以被击败，只有真正的高手才能长期战胜市场。2.最重要的投资决策不是以价格为本，而是以价值为本。3.最重要的不是买好的，而是买得好。4.最重要的不是波动性风险，而是永久损失的可能性风险。5.最重要的巨大风险不发生于人人恐惧时，而发生于人人都觉得风险很小时。6.最重要的不是追求高风险高收益，而是追求低风险高收益。7.最重要的不是趋势，而是周期。8.最重要的不是市场心理钟摆的中点，而是中点的反转。9.最重要的不是顺势而为，而是逆势而为。10.最重要的不是想到逆向投资，而是做到逆向投资。11.最重要的不是价格也不是价值，而是性价比，即安全边际。12.最重要的不是主动寻找机会，而是耐心等待机会上门。13.最重要的不是预测未来，而是认识到未来无法预测，但可以先做好准备。14.最重要的不是关注未来，而是关注现在。15.最重要的是认识到短期业绩靠运气，而长期业绩靠技术。16.最重要的不是进攻，而是防守。17.最重要的不是追求伟大成功，而是避免重大错误。18.最重要的不是在牛市时跑赢市场，而是在熊市时跑赢市场。

第三，巴菲特建议的最佳投资学习方式是模仿大师。

那么，我们如何才能学会巴菲特和霍华德·马克斯两位投资大师长期战胜市场的“降龙十八掌”？

巴菲特建议投资初学者最好的投资学习方法是模仿大师："我一直认为，对于刚开始起步的投资人来说，应该寻找已经被证明长期成功有效的投资方法，然后依葫芦画瓢照着做就行了。令人吃惊的是，这样做的人实在太少了。"

巴菲特自己就是从模仿大师开始的："50年前，我在哥伦比亚大学开始学习格雷厄姆教授的证券分析课程。在此之前的10年里，我一直盲目地热衷于分析、买进、卖出股票，但是我的投资业绩却非常一般。从1951年起，我的投资业绩开始明显上升，但这并非由于我改变饮食习惯或者开始运动，我唯一添加的新的营养成分是格雷厄姆的投资理念。原因非常简单：在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己在过去10年里自以为是的天真思考的结果。"

连巴菲特都非常重视霍华德·马克斯写的投资心得，我们为什么不重视？

既然霍华德·马克斯已经把超越市场的价值投资的"降龙十八掌"写得如此浅显易懂又如此切实易行，那么我们为什么不像郭靖那样用心模仿和练习？

学习价值投资的艺术，和学习打网球的艺术一样，和学习弹钢琴、绘画等艺术也一样，大师讲的道理相当简单，大师的基本动作也非常简单，但是要做好、做得非常熟练则相当不简单，需要长期的坚持练习和实践。所以即使是巴菲特这样伟大的投资大师，虽已80多岁了，但还在持续不断地阅读很多好的投资书，最近他读过而且推荐大家读的就是霍华德·马克斯的这本书。

巴菲特说他实际上已经读了两遍这本书了。我一听，赶紧在两个月内读了三遍这本书。现在让我们一起再读一遍吧！

刘建位
汇添富基金公司首席投资理财师
中央电视台《学习巴菲特》节目主讲人

# 推荐序2

20多年来，霍华德·马克斯一直在用“来自董事长的备忘录”来指导投资者。在写作《投资最重要的事》一书时，马克斯从备忘录中汲取精华，将他最重要的投资经验结集成书。毋庸赘述，他是一位杰出的投资家；同时，他又是一位伟大的导师、一位有着深邃思想的作家，《投资最重要的事》就是他对所有投资者最慷慨的馈赠。

透过《投资最重要的事》，读者不仅能够从马克斯来之不易的投资智慧中受益，还能学习4位久经沙场的投资大师——克里斯托弗·戴维斯、乔尔·格林布拉特、塞思·卡拉曼以及哥伦比亚大学商学院副教授保罗·约翰逊的精彩洞见。这个强大的组合中的每一位评论者都为马克斯的著作贡献了独到的视角，他们都展现出各自不同的投资风格。戴维斯似乎有着与生俱来的卓越投资能力，他的成功得益于奉行价值投资及进行严格的行业筛选。投资类畅销书《股市稳赚》（*The Little Book That Beats The Market*）一书的作者格林布拉特以其对非理性投资行为的敏锐洞察而大获成功，近期他的关注焦点已经逐渐从企业拆分扩展到整体市场的异常现象上了。卡拉曼则在保持近30年的惊人业绩纪录的同时，一直在进行积极的风险规避——如果读者知道他是多么执着于“下跌防护”的话，就会更加了解取得这样的业绩是多么不可思议。最后，拥有近30年经验的投资专家、当过20年客座教授的约翰逊将会为读者揭示他是如何将市场智慧融入他的证券分析和价值投资的课程中的。

4位大师从自身的投资理念出发，对马克斯的投资哲学产生共鸣、做出完善并偶尔发表不同的意见，他们的批注在深度与广度上扩充了马克斯的观点。甚至马克斯本人也在书中不时进行穿插点评，以揭示贯穿全书的深层主题，并阐明其投资建议的重点所在。此外，与第一版相比，全新升级版增加了一章来阐述“合理预期”的重要性。全新升级版《投资最重要的事》乃当今5位杰出的投资思想家的集大成之作。

最重要的是，无论全新升级版还是旧版的《投资最重要的事》，都为发展价值投资法则做出了不可估量的贡献。价值投资始于哥伦比亚大学，以1936年本杰明·格雷厄姆和戴维·多德合著的《证券分析》的问世为开端。2001年，赫尔布伦投资中心在哥伦比亚大学商学院成立，从此以后便成了价值投资的学术阵地。

令人欣慰的是，赫尔布伦投资中心在本书的诞生过程中扮演了重要角色。《投资最重要的事》最初构思于哥伦比亚大学学生投资管理协会主办的赫

尔布伦投资中心年度投资会议上。得知马克斯将出席会议，哥伦比亚大学商学院出版社创始人迈尔斯·汤普森建议他以自己的备忘录和投资理念为素材写一本书。马克斯对于能在价值投资的诞生地将自己的投资智慧结集出版一事很感兴趣，同时他知道自己的理念会得到赫尔布伦投资中心同人的支持。一年后，在赫尔布伦投资中心年度投资会议举办期间，《投资最重要的事》正式出版，而全新升级版《投资最重要的事》则于2012年举行管理协会会议期间面世。

全新升级版《投资最重要的事》秉承了价值投资领域的优良传统：无私地分享投资理念、见解和智慧。赫尔布伦投资中心很欣慰能够与这本划时代的伟大著作携手共同见证它的贡献。

布鲁斯·格林沃尔德
赫尔布伦投资中心主任

# 中文版序言

与许多其他领域一样，中国投资领域的专业技术水平正在不断地提高。我愿意相信，我的《投资最重要的事》——至今在中国的销量已达15万册——为这一过程贡献了微薄的力量。2005年之前，我还从未到过中国。仅仅10年后，我已经无数次访问中国，并与成百上千位愿意采纳我的投资方法的投资者交流畅谈。

很高兴看到《投资最重要的事》全新升级版在中国出版。全新升级版增加了以下内容：

我个人的进一步评论，特别是针对几个贯穿全书的重要主题。

- 4位投资界领军人物对初版内容的点评，分别是

  o 克里斯托弗·戴维斯——戴维斯投资顾问公司的投资组合经理，股票投资领域的资深人士。

  o 乔尔·格林布拉特——哥谭资本公司创始人及业绩卓著的执行合伙人、作家，他著有三本畅销书，其中包括《股市稳赚》。

  o 保罗·约翰逊——久经考验的专业投资者，哥伦比亚大学商学院副教授。

  o 塞思·卡拉曼——盛名卓著的价值投资者，著有《安全边际》（*Margin of Safety*）一书。

- 哥伦比亚商学院金融资产管理中心赫尔布伦讲座教授、赫尔布伦投资中心主任布鲁斯·格林沃尔德撰写的新前言。

- 新增了一章，将“合理预期”纳入成功投资需要知道的最重要的事当中。

希望本书以及本书所依托的理念能继续在中国得到广泛的支持，引发有意义的讨论，并帮助我的中国朋友们取得更大的成功。

霍华德·马克斯
2015年7月

# 序言

在过去20年中，我一直在为我的客户不定期撰写备忘录——起初我服务于西部信托公司，后来则服务于1995年我共同参与创立的橡树资本管理公司。我通过备忘录来阐述我的投资理念，讲解金融运作方式，并提出我对近期事件的见解。这些备忘录构成了本书的核心，在后文中，你会发现许多摘自备忘录的段落，因为我相信，其中的经验教训像切合当年实际一样适用于现在。在摘录时我做了一些小的改动，主要是为了使主旨更加清晰。

保罗·约翰逊：在遇见《投资最重要的事》之前，我在哥伦比亚大学商学院教书时从没有用过教材。自2011年秋季开始，我选用这本书作为我的价值投资和证券分析课的第一本教材。马克斯的讨论对于我的讲座内容是很好的补充。

“最重要的事”究竟是什么呢？2003年7月，我以此为标题写了一篇备忘录，将我认为投资成功必不可少的要素罗列了出来。备忘录是这样开篇的：“每当我与客户及潜在客户会面时，我不断地听到自己说，‘最重要的是X。’10分钟之后，变成了‘最重要的是Y’，之后是Z，以此类推。”最后，备忘录通篇总共讨论了18件“最重要的事”。

在写完原始备忘录之后，我对我认为“最重要”的事做了一些调整，但是基本观念没变：它们都是最重要的。成功的投资得益于同时对各个方面保持密切关注。省略在任何一个方面都有可能导致的不尽如人意的结果。这就是我围绕“最重要的事”这一思想构思本书的原因——每一件事都是构成我所期待的坚固墙体的砖块，缺一不可。

保罗·约翰逊：这一注解贯穿《投资最重要的事》全书的主题，对理解马克斯的投资观点至关重要。我认为，需要向商学院学生解释的最具挑战性的投资理念是，投资需要同时平衡许多基本问题。《投资最重要的事》非常明确地指出了这一点。

我并不打算写一本投资指南。相反，这本书是对我的投资理念的陈述。我视其为信条，它在我的投资生涯中扮演着类似宗教信仰的角色。我信奉这些事情，它们是指引我保持正确轨道的路标。我所提供的信息，是我认为最为恒久的信息。我相信，它们对现在、对未来，都具有重要意义。

霍华德·马克斯：本书主要讲的是我所谓的“投资与人相关的一面”，它不需要太多的金融分析或投资理论——更多的是关于如何思考、处理干扰投资思维的心理影响，同时介绍了许多投资者在思考过程中所犯的错误。当我说“如何思考”时，并不表示我的方法就是唯一的方法，它只是一个示例。要想取得成功，你必须有严谨的思考过程，但并不一定要采用我的。

这不是一本入门指导书。书里没有保证投资成功的秘诀，没有手把手的指导，没有包含数学常数和固定比值的定价公式——事实上，数字极少。书中只提供了一种思维方式，它可能有助于你做出良好的决策，可能更为重要的是，它能帮你避开常犯的错误。

简化投资行为不是我的目标。事实上，我最想表达的是投资有多么复杂。试图简化投资的人带给受众的是极大的损害。我会照常对待收益、风险和过程。无论任何时候，我对特定资产类别和策略的讨论只是为了阐明我的观点。

再谈一谈本书的结构。如上所述，成功的投资得益于同时对各个方面保持密切关注。但凡有可能，我会立即同时讨论所有方面。然而遗憾的是，语言的局限性迫使我每次只能谈一个话题。因此我先以讨论市场环境这一投资发生的场所为开端，继而讨论投资者自身这一影响投资成功与否的因素，以及为了提高成功机会投资者应做的事情。在最后几章里，我尝试将各种想法归纳到一起。不过，因为我的理念是“有机统一的”，所以有些想法会在不止一章里被反复提及，请读者容忍我的重复。

我希望读者认为这本书的内容是新颖、发人深省甚至是带有争议性的。如果有人告诉我，“我很喜欢你的书，它证实了我读过的一切”，那么我会觉得自己写书很失败。我的初衷是分享那些你未曾想到过的关于投资的想法和思维方式——简单的几个字“我从未这样想过”，将令我无比欣慰。

读者会发现，我花费在讨论风险以及如何限制风险上的时间，比花费在讨论如何实现投资回报上的时间还要长。在我看来，风险是投资最有趣、最有挑战性的一个重要方面。

保罗·约翰逊：在我读过的投资书籍中，《投资最重要的事》是第一本综合讨论投资过程中的风险及其重要性的书。事实上，本书最突出的方面及其对投资智慧最大的贡献，就是它对风险进行了广泛讨论。

当潜在客户想了解橡树资本管理公司成功的原因时，他们的首要问题通常都是大同小异：“你们成功的关键因素是什么？”我的答案很简单：历经40余年发展与磨砺所形成的有效的投资理念，以及掌握着高超的技术、有着共同文化和价值观的个人对该理念的贯彻执行。

投资理念来自何处？我可以肯定的一件事是，在迈入投资生涯的门槛时，没有谁的投资理念是完全成形的。投资理念由各种来源的各种想法长期积累总结而来。不在生活中积累经验教训，就不能形成有效的理念。幸运的是，我的一生中既拥有丰富的经验，也得到过巨大的教训。

我在两所杰出的商学院的求学时光是非常有效并具有挑战性的：在沃顿商学院攻读大学本科时，我接受了理论研究之前的具体而定性的教育；在芝加哥大学商学院，我接受了理论性的量化教育。重要的并不是具体的学习内容或学习过程，而是面对两种主要的投资思想流派，我必须思索如何将其融会贯通成为我自己的方法。

重要的是，理念源自持之以恒的警醒。你必须要知道世界上正在发生什么，也必须要知道这些事件将导致什么结果。只有这样，你才能在类似的情况再次出现时吸取教训。大多数投资者做不到这一点——它比一切都重要——因此，他们注定将屡次遭受经济繁荣与萧条周期之害。

塞思·卡拉曼：保持警醒同样增加了为从未发生过的事情做准备的概率。沃伦·巴菲特在物色接班人的时候强调了这一点的重要性。保持警醒有助于识别并有可能及时避免不断增加的风险。马克斯在第5章中明确地说明了这一点。

我喜欢说：“在你得不到你想要的东西时，你得到的是经验。”

乔尔·格林布拉特：这是我最喜欢的“马克斯学说”之一。我常常会想起这句话！

好光景只会带来坏经验：投资很容易，你已经了解投资的秘密，你不必担心风险。最有价值的经验是在困难时期学到的。从这个意义上讲，我“有幸”经历过一些重大事件：阿拉伯石油禁运、滞胀、20世纪70年代漂亮50股票的崩盘以及“证券之死”；1987年的黑色星期一，道琼斯工业指数在一天之内暴跌22.6%；1994年的利率高涨，导致利率敏感型债务证券跳水；新兴市场危机，1998年的俄罗斯债务违约和美国长期资本管理公司的彻底垮台；2000—2001年科技股泡沫的破裂；2001—2002年的会计丑闻；以及2007—2008年席卷世界的金融危机。

> 塞思·卡拉曼：对这一事实的描述可能是本书中最为触目惊心的。在这个时期，投资者像被催眠一般期待着两位数的年收益率而完全忽略了风险。17年已经足够长久——几乎是一个人的职业生涯的一半——然而，仅凭这么长时间的职业生涯难以经受住时间的考验。

经历过20世纪70年代尤为重要，因为当时的你会发现，挑战无处不在。事实上，在70年代想找一份投资工作是不可能的，也就是说，你必须在70年代还没有到来之前进入投资领域，才能积累那个年代的经验。有多少在60年代开始从事投资工作的人，直到90年代末科技泡沫开始颤动的时候还在继续从事投资工作的？没有多少。大多数专业投资者是在80年代或90年代才进入这个行业的，他们无从知晓，市场的跌幅竟然还会超过1982—1999年出现的5%的最高跌幅。

如果你的阅读范围广泛，那么你可以向有着伟大思想的人学习——对我来说最重要的有：查理·埃利斯的《输球游戏》（《金融分析家杂志》，1975年7—8月刊）、约翰·肯尼斯·加尔布雷斯的《金融狂潮简史》（纽约：维京出版社，1990），以及纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的《随机漫步的傻瓜》[1]。他们都对我的思想产生了巨大影响。

> 保罗·约翰逊：非常棒的书单！幸运的是，现在的学生们又多了一本《投资最重要的事》！

最后，我有幸能够直接向杰出的思想家学习：约翰·肯尼斯·加尔布雷斯教我了解了人性的弱点；沃伦·巴菲特教给我耐心和逆向投资；查理·芒格教给我合理预期的重要性；布鲁斯·纽伯格教给我“概率与结果”；迈克尔·米尔肯教给我“自觉风险负担”；里克·凯恩教给我设置“陷阱”（能赚很多而不会赔很多的被低估的投资机会）。与彼得·伯恩斯坦、塞思·卡拉曼、约翰·伯格、雅各布·罗斯柴尔德、杰里米·格兰瑟姆、乔尔·格林布拉特、托尼·佩斯、奥林·克雷默、吉姆·格兰特以及道格·卡斯的交往，也使我获益匪浅。

令人高兴的是我接触到了我前面提到的所有要素，并且多年来一直有意识地将它们结合到为公司服务从而为客户服务的投资理念中。这并不是唯一正确的方法，解决问题的方法多种多样，但它适用于我们。

必须指出的是，如果没有非凡的橡树资本管理公司的共同创始人布鲁斯·卡什、谢尔顿·斯通、拉里·基尔、理查德·马森和史蒂夫·卡普兰的卓越执行力，我的理念不会有太大价值。我很幸运地在1983—1993年与他们合作。我相信任何理念都比不上基于此理念而采取的实践，在投资领域里尤

其如此。如果没有这些合伙人以及橡树资本管理公司同僚所取得的成就，那么我在这里分享的理念将不会引起人们的重视。

霍华德·马克斯：通过这些批注，我很高兴认识为本书出版做出了贡献的人——哥伦比亚大学出版社的布里奇特·弗兰纳里–麦考伊、米兰达·李、珍妮弗·杰罗姆、梅雷迪斯·霍华德、诺亚·阿洛，以及我的编辑顾问玛吉·斯塔基。特别要感谢迈尔斯·汤普森，他向我提出与哥伦比亚大学出版社合作出书的想法并指导促成其实现。最后，还要感谢我的朋友彼得·考夫曼，他启发了我关于投资与非投资领域的相似之处，开拓了我的思维。

---

[1] 《随机漫步的傻瓜》已由中信出版社出版。——编者注

01

# 学习第二层次思维

> 投资艺术有一个特点不为大众所知。门外汉只需些许努力与能力，便可以取得令人尊敬（即使并不可观）的结果。但是，如果想在这个容易获取的标准上更进一步，则需要更多的实践和智慧。
>
> 本杰明·格雷厄姆《聪明的投资者》
>
> 凡事应力求简单，但不应过分简单。
>
> 阿尔伯特·爱因斯坦
>
> 投资并不简单。认为投资简单的人都是傻瓜。
>
> 查理·芒格

很少有人拥有成为杰出投资者的素质。有些人是可以被训练出来的，但并非人人都可以……即使可以，你也不可能教给他们所有东西。一种有效的方法有时是奏效的，但并非任何时候都行之有效。投资不可能被简化成计算机上的简单运算。即使是最杰出的投资者，也不可能永远正确。

原因很简单：没有放之四海皆准的法则。环境是不可控的，鲜有被精确再现的时候。心理在市场中扮演着重要的角色，由于它的高波动性，导致因果关系并不可靠。一种投资方法可能一时奏效，但是这种方法所采取的行动最终会改变环境，环境的改变则意味着需要采取新的方法。而且，如果一种方法有其他人效仿，那么这种方法的效用也会降低。

投资，就像经济一样，更像是一门艺术而非科学。这意味着它可能会有一些棘手。

> 当前需要记住的最重要的事情之一，是经济不是一门精密科学，它甚至有可能完全不在科学范畴之内。在科学的含义中，可控试验是可以开展的，既往结果是可以被放心复制的，因果关系是可靠存在的。

《行得通吗》，2009年3月5日

投资的艺术属性至少和它的科学属性相当，因此，无论在本书中还是在其他任何地方，暗示投资可以被程序化永远都不是我的目标。事实上，我最想强调的事情之一，是直觉的、适应性的投资方法比固定的、机械化的投资方法更为重要。

其实，关键问题是你想实现什么样的目标。人人都能取得平均投资表现——只需投资一个每样都买一点儿的指数基金即可，这会带给你所谓的“市场收益”——仅与市场表现相当。但是成功的投资者想要的更多，他们希望战胜市场。

> 塞思·卡拉曼：战胜市场很重要，但控制风险同样重要。投资者必须首先自问，自己感兴趣的是相对收益还是绝对收益。从定义来说，你的股票下跌45%而市场下跌50%就叫作“战胜市场表现”，但对我们中的大多数人来说，这将是多么惨淡的胜利。

我认为这就是成功投资的定义：比市场及其他投资者做得更好。为了实现这一目标，你需要有良好的运气或者非凡的洞察力。单纯靠运气是行不通的，所以你最好把精力集中在提高自己的洞察力上。关于篮球运动，人们常说，“身高无法通过训练改变”，意思是说，世界上的任何训练都无法让运动员长得更高。训练洞察力几乎与提高身高一样难。就像其他所有艺术形式表现出来的一样，有一些人对投资的理解就是比别人更好，他们拥有或者能够设法获得本杰明·格雷厄姆所大力提倡的、必不可少的“更多的智慧”。

> 克里斯托弗·戴维斯：这里的潜台词是，你必须要有耐心，给自己足够的时间——你要的不是短期暴利，而是长期稳定的收益。

人人都想赚钱。一切经济学都建立在相信利润动机具有普遍性的基础之上。资本主义亦是如此，利润动机促使人们更加努力地工作并以资本相搏。对利润的追逐创造了这个世界的大多数物质进步。

但是，这一普遍性也使得战胜市场成为一项艰巨的任务。数百万人争夺着可能的每一美元的投资收益。谁会得到它呢？领先一步的人。在某些竞争中，先人一步意味着接受更多的教育、在健身房或图书馆里花费更多的时

间、获取更好的营养、付出更多的汗水、拥有更好的耐力或更好的设备。然而，在投资中这些东西并不重要，投资需要的是更加敏锐的思维，我称之为“第二层次思维”。

准投资者们可以学习财会课程，广泛阅读相关书籍，幸运的话还能得到对投资有着深刻了解的人士的指导。但是，他们中只有一小部分人能够获得维持高于平均水平的结果所需的非凡洞察力、直觉、价值观念和心理意识。想要做到这一点，你需要拥有第二层次思维。



记住，你的投资目标不是达到平均水平，你想要的是超越平均水平。因此，你的思维必须比别人更好——更强有力、水平更高。其他投资者也许非常聪明、消息灵通并且实现了高度计算机化，因此你必须找出一种他们所不具备的优势。你必须想他们所未想，见他们所未见，或者具备他们所不具备的洞察力。你的反应与行为必须与众不同。简而言之，保持正确可能是投资成功的必要条件，但不是充分条件。你必须比其他人做得更加正确……其中的含义是，你的思维方式必须与众不同。

保罗·约翰逊：马克斯的这一段论述十分恰当。他成功地定义了第二层次思维对于取得投资成功的极端重要性。接下来的简短讨论以三个恰当的例子说明了第一层次思维和第二层次思维之间的差异。

什么是第二层次思维？

• 第一层次思维说：“这是一家好公司，让我们买进股票吧。”第二层次思维说：“这是一家好公司，但是人人都认为它是一家好公司，因此它不是一家好公司。股票的估价和定价都过高，让我们卖出股票吧。”

乔尔·格林布拉特：在个人投资者中间，我一直听到来自第一层次思维的声音。他们会阅读报纸头条或者收看美国全国广播公司财经频道，然后采纳传统的第一层次思维的投资观点。

• 第一层次思维说：“公司会出现增长低迷、通货膨胀加重的前景。让我们抛掉股票吧。”第二层次思维说：“公司前景糟糕透顶，但是所有人都在恐慌中抛售股票。买进。”

• 第一层次思维说："这家公司的利润会下跌，卖出。"第二层次思维说："这家公司的利润下跌得会比人们预期的少，会有意想不到的惊喜而拉升股票。买进。"

第一层次思维单纯而肤浅，几乎人人都能做到（如果你希望保持优势，那么这不是一个好兆头）。第一层次思维者所需的只是一种对于未来的看法，譬如"公司的前景是光明的，这表示股票会上涨"。

第二层次思维深邃、复杂而迂回。第二层次思维者要考虑许多东西：

• 未来可能出现的结果会在什么范围之内？

• 我认为会出现什么样的结果？

• 我正确的概率有多大？

• 人们的共识是什么？

• 我的预期与人们的共识有多大差异？

• 资产的当前价格与大众所认为的未来价格以及我所认为的未来价格相符的程度如何？

• 价格中所反映的共识心理是过于乐观，还是过于悲观？

• 如果大众的看法是正确的，那么资产价格将会发生怎样的改变？如果我是正确的，那么资产价格又会怎样？

克里斯托弗·戴维斯：这些问题是很好的提醒。在评估新的投资目标时要时时自问。新机会带来的兴奋很容易令人忘记这一点。

显然，第一层次思维和第二层次思维之间的工作量有着巨大的差异，能够进行第二层次思维的人数远少于能够进行第一层次思维的人数。

第一层次思维者寻找的是简单的准则和简单的答案。第二层次思维者知道，成功的投资是简单的对立面。这并不是说你不会碰到大量费尽浑身解数、想让投资听起来简单的人，我称他们中的某些人为"唯利是图者"。券商想让你认为人人都有投资的能力——让你以每笔交易付出10美元佣金为代价。共同基金公司不想让你认为自己有投资能力，他们想让你认为只有

他们拥有此种能力，如此一来，你就会把你的钱投入到积极管理的基金里，并且为此支付相关的高额费用。

我将其他简化投资的人视为“劝诱者”，他们中有些人是教授投资的学者；其他人则是出于好意却高估了自身控制范围的业内人士，我想他们大多没有考虑自己的投资记录，或者忽略了投资业绩不好的年份，或者把损失归咎于运气不好。最后，还有那些完全不理解投资复杂性的人。一位特约评论员在上下班时间段的电台节目里说：“如果你对一个产品有好感，就买这家公司的股票吧。”成为一个成功的投资者并非这么简单。

第一层次思维者彼此之间对相同事件有着相同的看法，通常也会得出同样的结论。从定义上来讲，这是不可能取得优异结果的。所有投资者都能战胜市场是不可能的，因为他们本身就是市场。

在投资的零和世界中参与竞争之前，你必须先问问自己是否具有处于领先地位的充分理由。要想取得超过一般投资者的成绩，你必须有比群体共识更加深入的思考。你具备这样的能力吗？是什么让你认为自己具有这样的能力？

克里斯托弗·戴维斯：你也可以反过来问一下——除了问自己如何以及为何应该成功，再思考一下，别人为什么会失败。他们的时机选择有问题吗？他们的动机有缺陷或不恰当吗？

问题在于，非凡的表现仅仅来自正确的、非共识性的预测，而非共识性预测是难以正确做出并且难以执行的。多年来有许多人告诉我，以下矩阵所示的内容对他们产生了影响：

保罗·约翰逊：对于想获得正确观点以取得优异的投资表现的投资者来说，这一段体现的概念是至关重要的。单单本段所展现的智慧就能使本书物有所值。

你不可能在和他人做着相同事情的时候期待胜出……突破常规本身不是目的，但它是一种不错的思维方式。为了将你自身与他人区别开来，突破常规有助于你拥有与众不同的想法，并且以与众不同的方式处理这些想法。我将其概括为一个简单的2×2的矩阵：

| | 常规行为 | 非常规行为 |
|---|---|---|
| 有利结果 | 较好的平均表现 | 高于平均表现 |
| 不利结果 | 较差的平均表现 | 低于平均表现 |

当然，实际情况并不这么简单和界限分明，不过我认为总体情况是这样的。如果你的行为是常规性的，你很可能就会得到常规性的结果——无论好坏。只有当你的行为是非常规性的时候，你的表现才有可能是非常规性的，而只有当你的判断高人一等时，你的表现才会高于平均表现。

《敢于成就伟大》，2006年9月7日

结果很简单：为了取得优异的投资结果，你必须对价值持有非常规性的并且必须是正确的看法。这并不容易。

以低于价值的价格买进股票具有非凡的吸引力。那么，如何在有效市场中寻找便宜货呢？你必须拿出卓越的分析力、洞察力或远见。不过由于其特殊性，很少有人具备这样的能力。

《收益及其获得方法》，2002年11月11日

因为你的表现是偏离常态的，所以你的预期——甚至是你的投资组合——都必须偏离常态，你的判断必须比人们的共识更加正确、与众不同并且更好——这是对第二层次思维者做出的相当不错的描述。

那些认为投资过程简单的人通常没有第二层次思维的需要，甚至不知道有第二层次思维的存在。于是许多人被误导了，相信人人都能成为一名成功的投资者。然而，并不是人人都能成功的。不过好消息是，第一层次思维者的广泛存在使得第二层次思维者的可得收益增加了。为了持之以恒地获得优异的投资回报，你必须成为第二层次思维者中的一员。

乔尔·格林布拉特：这里所表达的观点是，尽管对于大多数人来说，达成广泛共识是比较轻松的，但是在这种情况下，投资者通常无法获得超过平均水平的收益。

## 02
# 理解市场有效性及局限性

> 理论和实践在理论上没有什么不同，但在实践中却截然相反。
>
> 约吉·贝拉

20世纪60年代，出现了一种新的金融投资理论，因其发源于芝加哥大学商学院，故以“芝加哥学派”而闻名。作为一名在1967—1969年就读于芝加哥商学院的学生，我发现自己处于这一新理论的起点上，它极大地启发了我并影响了我的思想。

这一理论包括了在投资领域中逐渐成为重要原理的概念：风险厌恶、波动性、风险调整收益、系统与非系统风险、α系数、β系数、随机漫步假设以及有效市场假说（这些概念将在后文中逐一陈述）。在这一理论提出之初，有效市场假说概念已被证实对投资领域有着特别重要的影响，重要到值得单独用一章的篇幅来讨论。

有效市场假说指出：

• 市场中有许多参与者，他们分享着大致相同的信息渠道。他们聪明、客观、有高度的积极性并且辛勤地工作。他们的分析模型广为人知并被广泛采用。

• 由于参与者的共同努力，信息得以完全并且迅速地在资产的市场价格上反映出来。由于市场参与者会立即买进价格过低的资产，并卖出价格过高的资产，因此资产的绝对价格以及彼此之间的相对价格是公平的。

• 因此，市场价格代表了对资产内在价值的准确估计，任何参与者都不能连续识别市场的错误并从中连续套利。

• 因此，资产是以相对于其他资产的“公平”、提供预期风险调整收益的价格来出售的。风险更高的资产必须提供更好的收益来吸引购买者。市场会根据情况设定价格，但它不会提供“免费的午餐”，即没有

与新增风险无关的（以及非补偿性的）新增收益。

以上大致是关于有效市场假说的广为人知的要点，现在来谈一谈我的理解。谈到有效市场假说时，我也用到了“有效”这个词，不过我使用了其“迅速、快捷地整合信息”的含义，而不是“正确”。

> 保罗·约翰逊：马克斯提出的“有效”的定义很实用，很适合用来给学生讲课。

我相信，由于投资者会努力评估每一条信息，所以资产价格能够迅速反映出人们对于信息含义的共识，然而我不相信群体共识就一定是正确的。2000年1月，雅虎股价是237美元。2004年4月时，它的股价是11美元。所有主张市场在这两个时刻的表现均正确的人都晕了，这两种情况中至少有一种必定是错误的，但是这并不意味着有许多投资者能够察觉市场的错误并采取行动。

如果有效市场中的价格已经反映了群体共识，那么分享群体共识也许只能令你赚到平均收益。想要战胜市场，你必须有自己独特的、非共识性的观点。

> 保罗·约翰逊：马克斯在这里成功地把市场有效性和第二层次思维联系在了一起。这段论述对于投资理论是一个非常重要的贡献，因为很少有人把对市场理论的学术研究与积极管理资产的实用观点结合在一起。

我要强调的是，虽然有效市场常常错误地估计资产价值，但是对于任何个人来说——与其他人占有相同的信息并且受到相同心理影响的约束——持之以恒地持有与众不同且更加正确的观点并不容易。

> 塞思·卡拉曼：心理因素是控制投资者行为的主导因素。在决定证券价格方面，心理因素和基本价值同样重要，甚至更为重要。
>
> 克里斯托弗·戴维斯：花时间去设法搞明白投资动机在特定情况下是如何起作用的也很重要。动机不当往往会导致非理性、破坏性或反知觉的行为或结果。

这使得战胜主流市场异常艰难——即使他们并不总是对的。

《α究竟是怎么一回事》，2001年7月11日

有效市场假说最重要的成果就是“你无法战胜市场”的结论。这一结论不仅被芝加哥学派的市场观点从逻辑上予以支撑，而且通过对共同基金的表现的研究得到了巩固——业绩出类拔萃的基金寥寥无几。

你可能会问，五星基金的情况如何呢？请注意：共同基金的评级是相对的。基金的等级与它们的业绩是否已超越某一客观标准（如市场指数）无关。

那么，那些我们耳熟能详的著名投资者的情况又如何呢？首先，一两年的好业绩证明不了任何事情；单从偶然性来说，就几乎可以产生任何结果。其次，统计学家认为，如果没有足够年份的数据，那么任何东西都无法被证明具有统计学意义；我记得这个数据是64年，几乎没有任何人的理财生涯能够达到那么长。最后，一两个杰出投资者的出现是驳不倒有效市场假说的。与沃伦·巴菲特等人相关的令世人瞩目的事实恰恰表明，持续成功者只是特例。

芝加哥学派理论最杰出的成果是被称为“指数基金”的消极型投资工具的发展。如果最积极的投资组合经理通过增持或减持证券“积极下注”都无法战胜市场，那么你又何须为此（以交易费和管理费的形式）付出代价呢？有鉴于此，投资者已经将越来越多的资金投入到简单地按照某一市场指数所确定的比例的投资股票（或债券）中。这样，投资者只需付出一个百分点的几百分之一的费用，就能够享受到市场收益。

正如稍后我将探讨的，万物皆有周期，其中也包括“公认的智慧”。有效市场假说问世后，经历了20世纪60年代的快速发展，吸引了大批信徒。反对的声音自那时起就一直存在，公众对于有效市场假说的适用性的认识几经起落。

对于有效市场假说，我持有保留意见，最大的分歧在于它有关收益与风险挂钩的方式。

根据有效市场假说理论，人们有规避风险的本能，即人们普遍愿意承担更少的风险，而不是更多。想要他们进行风险性更高的投资，必须以更高的收益承诺来诱导。于是市场将调整投资价格，以保证承担更高风险的人在已知事实和群体共识的基础上，获得更高的收益。

有效市场假说的理论认为，在有效市场中不存在令人们战胜市场的投资技

巧（通常是指现在常用的α系数等），因此一个人与另一个人（或一个人的投资组合与另一个人的投资组合）的收益差异完全归因于风险差异。事实上，如果你是有效市场假说的信徒，同时又拥有像我一样较好的投资记录，那么答案可能会是“更高的投资收益是由隐性风险所致”（深层含义是“你还没有积累足够年份的数据”）。

我们时不时会经历一切顺利的时期，更高风险的投资看似是在兑现承诺，提供着更高的收益。这样的平和期使人们相信，为了获取更高的收益，他们唯一要做的就是进行高风险投资。但是，他们忽略了某种在繁荣期容易被忘却的东西：这不可能是对的，因为如果可以指望通过高风险投资来实现高收益的话，那些投资也就算不上是高风险了。

于是每隔一段时间，人们便能学到一个深刻的教训。他们意识到，任何投资（当然包括对于风险不加以区分地全盘接受）都不会让投资人享用免费的午餐，它们时时在提醒着我们投资理论的局限性。

以上就是有效市场假说及其含义。关键问题是这一理论是否正确：市场是不可战胜的吗？人们是不是在浪费时间？客户付费给投资经理是否是在浪费钞票？就像世界上的大多数事情一样，这些问题的答案并不简单——当然不是“是”或“否”那么简单。

我相信有效市场假说的概念不应被立即抛弃。从原则上来讲，如果数千个有理性且有计算能力的人在同一时间共同努力、客观地收集有关资产的信息并做出估价，就会很容易得出资产的价格不会与内在价值偏差过大的结论。错误定价并不常见，这意味着战胜市场非常困难。

事实上，某些资产是相当符合有效市场假说的，主要包括以下类别：

- 资产类别广为人知，并且有一大批追踪者。
- 资产类别是社会认可的，而不是争议性或禁忌性的。
- 资产类别的优势清晰易懂，至少表面上看起来如此。
- 关于资产类别及其组成的信息的传播是普遍而公平的。

符合这些条件的资产类别是不可能系统性地被忽略、误解或低估的。

塞思·卡拉曼：这些特征大多是易变的。某些被广泛接受的资产可能会变得具有争议性甚至禁忌性。信息的获得可能变得更加容易或者更加困难。所以，此时被视为有效的资产类别在彼时可能就变得无效。欧洲主权债务危机便是当下的一个例子。

以外汇为例。是什么决定了一种货币相对于另一种货币的变动呢？是未来增长率与通货膨胀率。对于任何一个人来说，他所知道的知识会不会系统性地多于其他人？可能不会。如果没有人比其他人知道得更多，那么就不会有人在货币交易中获得高于平均水平的风险调整后收益。

主要股票市场（如纽约证券交易所）的情况又如何呢？数百万人在利益的驱使下，在其中探寻。他们占有着相似的信息；事实上，市场调控的目标之一，就是确保每个人在同一时间获得同一公司的信息。数百万人在相似信息的基础上做着相似的分析，那么股票被错误定价的概率以及人们发现这些错误定价的概率如何呢？

答案：概率不大，也不可靠，但这却是第二层次思维的真谛。

第二层次思维者知道，为了取得优异的业绩，他们必须具备信息优势或分析优势，或二者兼具。他们时刻警惕，以防失察。我的儿子安德鲁初出茅庐，他从当前事实和未来前景出发，提出了许多引人入胜的投资理念。他是一位训练有素的投资者，他考察的第一步永远是：“谁不知道这些信息？”

保罗·约翰逊：相反的条件就会出现对市场无效性的考验。例如，在第一种情况下，如果一项资产鲜为人知，追随者不多，那么它可能就不会得到有效的定价；在第二种情况下，如果一项资产是争议性的、禁忌性的或未被社会认同的，那么它可能就不会被有效定价。另外两种情况也是如此。

第二层次思维者依赖的是理论词汇表中的“无效”一词。在过去40年中，“无效”这一短语被广泛应用，与投资者无法战胜市场的理念相对。在我看来，将市场描述为无效市场，是一种对市场易犯可资利用的错误的夸大说法。

错误会来自何处？让我们来想一想，有哪些假设构成了有效市场假说的基础：

- 有许多努力工作的投资者。
- 他们聪明、勤奋、客观、积极并且准备充分。
- 他们都有获取信息的途径，并且获取途径大致相同。
- 他们都能公开买进、卖出、卖空（即看跌）每种资产。

鉴于以上理由，有效市场假说认为，可得信息会被顺利、有效地整合到价格中，并且在价格与价值不相符时发挥作用，以消弭其中的差异。

但是，证明市场价格永远正确是不可能的。事实上，如果你仔细想想刚刚列出的4个假设，就会发现他们都忽视了很重要的一点：客观性。人类不是冰冷的计算机。相反，大多数人都会受贪婪、恐惧、妒忌及其他破坏客观性、导致重大失误的情绪的驱动。

同样，第四个假设又如何呢？尽管投资者被假定为可以公开面向任何资产类别（既可以持有，又可以卖空），但真实情况却远非如此。大多数专业人士被分配到特定的细分市场，如“我在普通股部门工作”，或“我是债券经理”。真正做过卖空的投资者所占的比例微乎其微。那么，又是谁在制定并执行那些消除资产类别之间相对错误的定价的决策呢？

塞思·卡拉曼：界限分明的“孤岛”式发展是一柄双刃剑。缩小关注点可能会让人具备更专业的知识。但是，如果只是将关注范围限定在边界之内，就极有可能对边界之外的资产做出错误的定价。同样，如果其他人关注的领域和你类似，那么即便你有更专业的知识，收益也很有可能会被竞争拉低。

一个存在着错误及错误定价的市场，能够被具有非凡洞察力的人战胜。因此，无效性的存在创造了取得良好业绩的可能性，也是取得良好业绩的必要条件。不过，它并不能保证这一点。

在我看来，无效市场至少具备以下特征之一（可能最终会被证实具备以下所有特征）：

- 市场价格往往是错误的。因为获得信息的途径以及对信息的分析不够完善，所以市场价格往往远高于或者远低于内在价值。
- 一种资产类别的风险调整后收益可能与其他资产类别的风险调整后

收益相差甚远。因为资产估价的结果往往不是资产的公允价值，所以一种资产类别的风险调整后收益可能远高于（或远低于）其他资产类别。

• 有些投资者始终能够有更高明的投资表现。因为明显错误的估价和参与者的技术、洞察力、信息渠道等差异的存在，有规律地识别错误估价并从中获利的可能性是存在的。

理解最后一点是否代表什么是非常重要的。无效市场并不一定会给予参与者丰厚的回报。相反，我认为无效市场提供的是原料（错误定价），而投资者各有输赢，取决于他们所掌握的技术的不同。如果价格可能出现严重错误，那就意味着有发现便宜或价格过高的股票的可能。相对于在无效市场中买得划算的人来说，一定有其他人卖得太便宜了。有一句关于扑克的谚语说得好："每场游戏中都有一条鱼。如果你玩了45分钟还没弄清谁是鱼，那么就是你了。"毫无疑问，这句话在无效市场投资中同样适用。

《α究竟是怎么一回事》，2001年7月11日



在有效与无效的大辩论中，我的结论是，没有一个市场是完全有效或无效的，它只是一个程度问题。我衷心感谢无效市场所提供的机会，同时我也尊重有效市场的理念，我坚信主流证券市场已经足够有效，以至于在其中寻找制胜投资基本上是浪费时间。

保罗·约翰逊：这个观点极为重要。因为在商学院里，争论总是偏向一个极端或另一个极端。许多学者极力主张市场是完全有效的，他们之所以允许反对意见的存在，只是为了保持辩论的平衡。显然，马克斯提供了一个更好的方法来应对这个问题。马克斯的观察所带来的一个必然结论是，投资者应该寻找未被做出完全有效定价的市场或资产，而不是去追逐完全无效的市场。

最终，我得到了一个有趣的答案：有效性并没有普遍到我们该放弃良好业绩的程度。同时，有效性是律师口中的"可反驳的推定"——首先应假定某个推断是正确的，直至有人证明它不成立。因此，我们应假定有效性会妨碍我们取得优秀的业绩，直至我们有充足的理由相信它不会。

出于对有效性的尊重，在采取行动之前，我们应该询问几个问题：错误以及错误定价是否已被投资者的共同努力所消除，抑或依然存在？为什么？

思考下面的问题：

- 当成千上万的投资者时刻准备着抬高任何过于低廉的价格时，为什么还有可能存在便宜货？
- 如果相对于风险来说收益显得很高，那么有没有可能你会忽略了某些隐性风险？
- 为什么资产卖家愿以能让你获得超额回报的价格卖出资产？
- 你是否真的比资产卖家知道得更多？
- 如果这是一笔可观的交易，那么为什么其他人没有一哄而上？

要牢记另一句话：今天存在有效性并不意味着有效性会永远存在。

总而言之，无效性是杰出投资的必要条件。试图战胜一个相当有效的市场就像掷硬币一样：你能够期待的最好结果是50%的胜算。如果投资者想取得胜利，那么在基本过程（市场缺陷、错误定价）中，必须存在可资利用的无效性。

我们认为无效性是存在的。仅凭这一点并不是优秀业绩的充分条件，它只表示价格并不总是公平的，错误是会发生的：某些资产定价过低，某些资产又定价过高。你必须具有比其他人更深刻的洞察力，才能更多地买到前者而不是后者。任何时候都会有许多好的便宜货被埋没在其他投资者不能或不愿去发现的东西里。

让别人相信市场是永远无法被战胜的吧！让那些不愿冒险的人弃权，为愿意冒险的人创造机会吧！

> 乔尔·格林布拉特：这一点非常重要，也解释了为什么专业投资者战胜市场那么困难。大多数专业投资者都迫不及待地想要提高业绩，他们会避免投资那些不受追捧的、近期并没有太大吸引力的证券。



投资理论及其有效市场假说等同于普遍适用的物理定律吗？抑或它只是一个无关宏旨、脱离实际、可以被忽略不计的概念？说到底，这是一个平衡

问题，而平衡来自对丰富的常识的运用。因为有效市场假说的概念是相对的，所以我将精力放在相对无效的市场上，在那里，只要付出辛勤的工作并掌握技术，就能获得最好的回报。我的投资管理生涯的关键转折点是在得到这个结论时出现的。有效市场假说的理论知识帮助我做出了决定，避免了我将时间浪费在主流市场上。不过，出于对理论局限性的了解，我并没有全盘接受对积极管理的质疑。

> 简而言之，我认为有效市场假说理论应提供信息辅助我们决策而不是控制决策。如果完全无视理论，那么我们可能会犯下大错。我们可能会自欺欺人地认为，比别人知道更多并且有可能频繁地在人数众多的市场中取得压倒性胜利，我们可能会为了收益买进证券而忽视风险，我们可能会买进50只相关证券，却误以为我们在进行分散投资……
>
> 但是，只知生吞活剥理论会让我们放弃寻找便宜货，转而把投资过程交给计算机掌控，错失个人做出贡献的机会。下面是一个信奉有效市场的金融教授和学生一起散步的场景。
>
> “地上是10美元钞票吗？”学生问。
>
> “不，那不可能是10美元钞票，”教授回答道，“即使有，之前肯定早已经被人捡起来了。”
>
> 教授走了。学生捡起了钞票，去喝了杯啤酒。
>
> 《α究竟是怎么一回事》，2001年7月11日

乔尔·格林布拉特：当然，有些市场更加无效，因为它们不那么受追捧，但是那些受到广泛关注的市场——如普通股市场也有可能无效，比如市值较小的股票或正在经历异常事件的某些公司的股票。

# 03
# 准确估计价值

> 投资若想取得切实的成功，对内在价值的准确估计是根本出发点。没有它，任何投资者想取得持续投资成功的希望都仅仅是希望。
>
> 乔尔·格林布拉特：沃伦·巴菲特说过，最好的投资课程要教好两件事：如何估计投资的价值以及如何看待市场价格走势。第一步就从这里开始。

最古老也最简单的投资原则是“低买，高卖”。看起来再明显不过了：谁不愿意这样做呢？但这一原则的真实含义是什么？同样显而易见——就是字面上的意思，它表示你应该以低价买进并以高价卖出某种东西。但是，反过来又意味着什么呢？什么是高，什么是低？

从表面意思来讲，你可以认为它表示以低于卖价的价格买进某种东西的目标。但是，由于卖出行为发生在买进行为之后，因此这样的解释对于解决“今天该以什么样的价格买进才合适”的问题没有太大帮助。必须有一些“高”和“低”的客观标准，其中最有用的就是资产的内在价值。至此，这句话的含义逐渐明晰：以低于内在价值的价格买进，以更高的价格卖出。当然，在此之前，你最好对内在价值是什么有一个明确的认识。对我来说，对价值的准确估计是根本出发点。

> 保罗·约翰逊：这是价值投资的第一块基石。

为简化（或高度简化）起见，所有研究投资公司证券的方法可被划分为两种基本类型：基于公司特性即“基本面”来分析的，以及基于证券自身价格行为来研究的。换言之，投资者有两种基本选择：判断证券的内在价值并在价格偏离内在价值时买进或卖出证券，或者将决策完全建立在对未来价格走势预期的基础之上。

首先我要谈一谈后者，因为我并不相信这种方法，并且应该能够迅速抛开它。技术分析，即对过去股票价格行为的研究，自我加入这一行业时（并

且远在之前），它便已被沿用至今，但已日渐没落。如今，对历史价格走势的观察可能会被用作对基本面分析的补充，而现在，实际将决策建立在价格走势基础上的人远比过去少很多。

技术分析衰落的部分原因是随机漫步假说的出现——20世纪60年代早期以尤金·法玛教授为代表的芝加哥学派理论的组成部分。随机漫步假说认为，既往股价走势对于预测未来股价没有任何帮助。换言之，价格变动是一个随机过程，与掷硬币相仿。众所周知，在掷硬币的时候，即使已经连续10次掷出正面朝上，下一次正面朝上的概率仍然是50%。以此类推，随机漫步假说认为，过去10天内股价的连续上涨并不能告诉你明天的股价会怎样。

另一种依靠股价走势进行决策的形式被称为“动量投资”，它的存在同样违背了随机漫步假说。我对它也没有好感，不过，正如我所看到的，采用这一方法的投资者是在假定他们可以预知曾经连续上涨的股价将会在何时继续上涨的基础上进行操作的。

动量投资可能会让你在持续上涨的牛市中分一杯羹，但我看到它存在许多缺陷，其中之一基于经济学家赫伯特·斯坦那句苦涩的名言：“无法永久持续的东西必将终结。”那么，动量投资者的情况将会如何呢？动量投资法如何帮助他们及时卖出以避免下跌？投资者在持续下跌的市场中如何采取行动？

看起来，动量投资显然不是一种理智的投资方法。最好的例子出现在1998—1999年日间交易者兴起的时候。大多日间交易者来自其他行业，受科技——传媒——电信股票热潮的吸引、希望自己大发横财的非专业投资者。他们很少持仓过夜，因为需要付出代价。他们会在一天之内数次猜测他们所关注的股票在未来几个小时内的涨跌。

我永远无法理解人们是如何得到这类结论的，它的不可预测性与猜测下一个在转角出现的人是男是女有得一比。据我观察，如果以10美元买进、11美元卖出，下个星期以24美元买进、25美元卖出，再下个星期以39美元买进、40美元卖出，日间交易者就认为自己是成功的。如果你看不到其中的缺陷——股价上涨了30美元，交易者却只赚到了3美元——那么你或许没有必要再看本书后面的内容了。



抛开动量投资者和他们的占卜板，以及所有无关理智分析的投资形式不谈，还有另外两种受基本面驱动的投资方法：价值投资和成长型投资。简而言之，价值投资者的目标是得出证券当前的内在价值，并在价格低于当

前价值时买进，成长型投资者的目标则是寻找未来将迅速增值的证券。

> 对价值投资者来说，资产投资不是一个因为你认为它具有吸引力（或认为别人会发现它的吸引力）就进行短期投资的概念。它是一种有形实物，应具有可明确的内在价值，如果有以低于内在价值买进的可能，那么你会考虑这样去做。因此，聪明的投资必须建立在对内在价值的估计之上。估计内在价值时必须严谨，并以所有可用的信息为基础。
>
> 《最重要的事》，2003年7月1日

乔尔·格林布拉特：价值估计包括对盈利或现金流的未来增长的估计。

是什么使得证券或其标的公司具有价值？有许多备选因素：财力资源、管理、工厂、零售店、专利、人力资源、商标、增长潜力，以及最重要的——创造收益和现金流的能力。事实上，大多数分析方法认为，其他所有特征（财力资源、管理、工厂、零售店、专利、人力资源、商标、增长潜力）的价值，恰恰在于它们能够最终被转化成为收益与现金流。

价值投资强调的是有形因素，如重资产和现金流。无形因素如人才、流行时尚及长期增长潜力所占的比重较小。某些流派的价值投资专注于硬资产。甚至有所谓的“net-net投资”，即在公司股票的总市值低于公司的流动资产（如现金、应收账款和存货）并超出总负债时买进。在这种情况下，从理论上讲你可以买进所有股票，将流动资产变现并清偿债务，以得到公司所有权及若干现金。是的，现金落袋，成本收回，你还白白得到了公司的所有权。

价值投资追求的是低价。价值投资者通常会考察收益、现金流、股利、硬资产及企业价值等财务指标，并强调在此基础上低价买进。价值投资者的首要目标是确定公司的当前价值，并在价格足够低时买进公司证券。

成长型投资介于枯燥乏味的价值投资和冲动刺激的动量投资之间。其目标是识别具有光明前景的企业。从定义上来看，它侧重于企业的潜力，而不是企业的当前属性。

> 两种主要投资流派之间的差异可以归结如下：
>
> • 价值投资者相信当前价值高于当前价格，从而买进股票（即使它们

的内在价值显示未来的增长有限）。

• 成长型投资者相信未来价值的迅速增长足以导致价格大幅上涨，从而买进股票（即使它们的当前价值低于当前价格）。

因此，在我看来，真正的选择似乎并不在价值和成长之间，而在当前价值和未来价值之间。成长型投资赌的是未来可能实现也可能无法实现的公司业绩，而价值投资主要建立在分析公司当前价值的基础之上。

《良好平衡》，2004年7月21日

> 乔尔·格林布拉特：巴菲特最大的贡献之一是扩充了价值的概念，即价值不仅仅是“便宜”。巴菲特寻找市面上可以买到的、其价格具有吸引力的“好”企业，而成长的概念是被纳入价值计算当中的。

你可以轻而易举地下结论：坚持价值投资无须揣测未来，而成长型投资唯一要做的就是揣测未来。但是这种说法未免武断，毕竟，确定企业的当前价值是需要考虑企业的未来的，继而必须考虑可能的宏观经济环境、竞争环境与技术进步。如果公司资产被浪费在赔钱的经营或失策的收购上，那么即使大有希望的net-net投资也可能以失败告终。

在价值投资和成长型投资之间没有明确的界限，二者均要求我们应对未来。价值投资者将企业的潜力视为增长，“以合理价格增长”的成长型投资则明确表达了对价值的敬意——只是一个程度问题。无论如何，我认为完全可以这样说：成长型投资关注未来，而价值投资强调当前，但不可避免地要面对未来。

让我带你回到成长型投资与价值投资形成鲜明对比的“漂亮50”的狂热时期，看一看成长型投资的极端例子。

1968年，我得到了在投资管理业的第一份工作，在纽约第一国民银行（现在的花旗银行）投资研究部做暑期工。银行采用的是所谓的“漂亮50投资”方法。投资目标是确定长期收益增长前景最为光明的企业。除了增长率，投资经理还强调“质量”，意即具有实现增长预期的高度可能性。当时公认的说法是，如果一家公司成长足够快并且质量足够好，那么股价高低是不需要考虑的。如果股价以今天的指标衡量过高，那么过上几年它就会

物有所值。

于是，就像现在一样，医药股、科技股和消费股在成长型股票投资组合中占了极大的比重。银行的投资组合中包括那些令人肃然起敬的名字，如IBM、施乐、柯达、宝丽来、默克、礼来、雅芳、可口可乐、菲利普·莫里斯、惠普、摩托罗拉、德州仪器、珀金埃尔默——都是美国的大公司，都有着光明的成长前景。既然这些公司是不可能出问题的，那还犹豫什么呢，倾囊买进它们的股票就是了。

将时间推后几十年，现在的你如何看待上面列举的那些公司？有些公司，如柯达和宝丽来，因为不可预见的技术变革导致基础业务锐减。其他公司，如IBM和施乐，因为行动迟缓成为新兴竞争者大快朵颐的猎物。总而言之，自我开始工作以来的42年中，在纽约第一国民银行的名单里，一些美国最好的公司已经衰落甚至倒闭。长期增长的持续时间不过如此，准确预测的能力也不过如此。

克里斯托弗·戴维斯：有意思的是，这一投资组合于1968年被买进并持有至今且最终跑赢了市场，但它从困境中走出来却耗费了几十年的时间，而成功也仅仅是得益于菲利普·莫里斯公司的优异表现。尽管原则是正确的（过高的股价减损了收益），但是这一案例仍然提醒我们，股票和债券是有区别的。因为股票代表了企业的所有者的权益，从本质上来讲是无限期的；如果你对企业的判断是正确的，那么时间可以降低过高的成本。在一些罕见的案例中（如菲利普·莫里斯公司），在超过40年的时间里一直以两位数的复利增长，从这样的“奇迹”中获利是有可能的。据我所知，在固定收益类投资里并没有这样的机会。

与价值投资相比，成长型投资的重心是寻找制胜投资。然而，如果找不到制胜投资，为何还要忍受揣测未来所带来的不确定性呢？毫无疑问的是：预见未来比看清现在更加困难。因此，成长型投资者的平均成功率会更低，但是成长型投资者一旦成功，得到的回报有可能会更高。如果能够准确预测出哪家公司将推出最好的新药、最强大的计算机或最卖座的电影，那么由此所带来的收益是相当可观的。

总而言之，如果判断正确，那么成长型投资的上涨潜力更富戏剧性，而价值投资的上涨潜力更有持续性。我选择的是价值投资法。在我的书里，持续性比戏剧性更重要。

如果价值投资具有持续带来理想回报的潜力，是否意味着价值投资很容易？非也。

首先，价值投资取决于对价值的准确估计。如果没有对价值的准确估计，那么对于投资者来说，任何取得持续成功的希望都仅仅是希望。如果没有对价值的准确估计，那么你可能会高价买进你以为的特价股。如果你的买价过高，那么只有在价值出乎意料地显著提高、市场强劲或辨别能力更差的买家（我们曾称之为“博傻”）出现时，你才能脱身。

不仅如此。如果你已经选定价值投资法进行投资，并且已经计算出证券或资产的内在价值，接下来还有一件重要的事：坚定地持有。因为在投资领域里，正确并不等于正确性能够被立即证实。

对于投资者来说，持续正确投资很难。而永远在正确的时间做正确的事是不可能的。价值投资者所能期待的最好结果是知道资产的准确价值，并在价格较低时买进。但是今天这样做了，并不意味着明天你就能赚钱。对价值的坚定认知有助于你从容面对这种脱节。

> 塞思·卡拉曼：在理想的情况下，能够以相当低的价格买进。折价力度越大，安全边际越大。折价力度过小，安全边际有限，它根本无法为投资者提供切实的保护。

假设，你算出某个证券每股价值80美元，而你有一个以每股60美元买进的机会。低于实际价值买进的好机会并不是每天都有，所以你应该对出现这样的机会表示欢迎。沃伦·巴菲特称之为“以50美分买价值1美元的东西”。所以你买进了它，感觉自己做得不错。

> 乔尔·格林布拉特：我总是告诉我的学生们：“如果你对股票价值的估计是准确的，那么我保证市场也会认可你的意见。”我从不告诉他们这个时限是几周还是几年。格雷厄姆说，长期来看，市场是一个“称重仪”，即使它在短期内常常表现得情绪化。以我对美国股市的了解，市场要恢复“正确”，通常来说两到三年的时间就足够了。但如果你每天都看报纸，那么日子可就难熬了。

但是，不要寄希望于马上成功。事实上，你往往会发现自己买进的时机是在持续下跌的中途，很快你就会看到损失。正如一句最伟大的投资谚语告诉我们的，“过于超前与犯错是很难区分的”。于是，现在每股价值80美元的市场价格跌到每股50美元而不再是60美元了。你该怎么办？

> 乔尔·格林布拉特：除非你是真正的抄底（几乎是不可能的），否则在进行投资之后的某个时刻，你终将经历下跌。
>
> 霍华德·马克斯：为了提供有价值的点评，我将集中强调4个贯穿全书的重要主题，读者将看到我会在多处引用它们。第一个主题是，大多数投资者对于“害怕看错”认识不足。与所有在挑战性环境中运用技巧的人一样，优秀投资者的成功率远低于100%，相反，却以错误和暴跌为特征。正确的判断不一定立即就能被证实，因此，即使是最顶尖的投资者，也会常常犯错。如果你不习惯这一点，那么你还是改行吧。

我们在微观经济学入门课程中学过，需求曲线是向右下倾斜的；随着价格的上涨，需求数量下降。换言之，价格较高时，需求量较少，价格较低时，需求量较大。这就是商品打折时商店的营业额更高的原因。

需求曲线在大多数情况下都起作用，但在投资领域里似乎远非如此。在投资领域里，当自己持有的证券价格上涨时，许多人会更加喜爱它们，因为他们的决策得到了验证；而当证券价格下跌时，他们开始怀疑自己的决策是否正确，对它的喜爱也随之减少。

这使得持有并继续以更低的价格买进股票（投资者称之为“向下摊平”）变得相当困难，特别是当有证据表明下跌幅度将会比较大的时候。如果价格在每股60美元的时候你喜欢它，那么当价格跌到每股50美元的时候，你应该会更喜欢它……当价格跌到每股40美元、30美元的时候，你对它的喜爱应该会进一步加深。

> 塞思·卡拉曼：在某些情况下，价值可能是间接的。假设一个封闭式基金在以折价进行交易。如果标的股票下跌了50%，而基金下跌了同样的比值，那么从表现上看，以折价买进是最好的。恰当的分析包含了对标的股权的分析，以确定对股票本身的估价是过高还是过低。

但是，在损失面前人人都会不安，直至最后所有人都产生疑问：“也许是我错了吧？也许市场才是对的？”随后，当人们开始想“股票跌得太厉害了，我最好在它的价格趋于零之前脱身”的时候，危险性达到了顶峰。这是一种导致股票见底的思维……并且会引发抛售狂潮。

> 不懂利润、股利、价值或企业管理的投资者完全不具备在正确的时间做正确的事情的决断能力。当周围的人都在炒股赚钱的时候，他们不

可能懂得：股票价格已经过高，因此要抵制进场的诱惑。市场自由落体的时候，他们也不可能有坚定地持有股票或以极低的价格买进股票的自信。

《非理性繁荣》，2000年5月1日

估价正确却不坚定地持有，用处不大。估价错误却坚定地持有，后果更糟。这句话表明恰到好处是多么困难。



给多数投资者（当然，其中大部分是业余投资者）一剂“真话”血清，然后问他：“你用的是什么投资方法？”答案必然是：“我在寻找能够上涨的东西。”但是，对利润的追求必须建立在更加有形的东西之上。在我看来，最佳选择就是基本面所反映出来的内在价值。对内在价值的准确估计是进行稳定、冷静、有利可图的投资的根本基础。

当价值投资者买进定价过低的资产、不停地向下摊平并且分析正确的时候，就能获得最大收益。因此，在一个下跌的市场中获利有两个基本要素：你必须了解内在价值；同时你必须足够自信，坚定地持股并不断买进，即使价格已经跌到似乎在暗示你做错了的时候。哦，对了，还有第三个基本要素：你必须是正确的。

## 04
# 价格与价值的关系

成功的投资不在于“买好的”，而在于“买得好”。

假设你已经认识到价值投资的有效性，并且能够估计出股票或资产的内在价值，再进一步假设你的估计是正确的。这并未结束。为了知道需要采取怎样的行动，你必须考察相对于资产价值的资产价格。建立基本面——价值——价格之间的健康关系是成功投资的核心。

对于价值投资者来说，必须以价格为根本出发点。事实屡次证明，无论多好的资产，如果买进价格过高，那么都会变成失败的投资。同时，很少有资产会差到以足够低的价格买进都不能转化为成功投资的地步。

克里斯托弗·戴维斯：不过，投资者应该警惕衰退的风险，它会令低价股转化为价值陷阱。

当人们斩钉截铁地说，“我们只买A”或“A是一个很棒的资产类别”时，听起来很像是在说，“我们会以任何价格买进A……无论B、C、D的价格怎样，我们都要先买A。”毫无疑问这是错的。没有任何资产类别或投资具有与生俱来的高收益，只有在定价合适的时候它才具有吸引力。

如果我想把我的车卖给你，那么你会在回答是或否之前问价。没有认真考虑价格是否公平的投资决策就是犯傻。但是，当人们像20世纪90年代买进科技股那样，不经仔细考虑就决定买进某种东西时（或者像20世纪70年代和80年代早期不愿买进垃圾债券那样不愿买进某种东西时），他们就是这么做的。

总而言之，不考虑价格的想法是谈不上好坏的！

《最重要的事》，2003年7月1日

乔尔·格林布拉特：在做每一个投资决策时，个人投资者都需要思考“最重要”的一点。如果没有考虑价格，那么无论一项投资听起来是多么诱人，你都不可能知道它是否就是一项好的投资。



如果以公平价值买进某种东西，那么你可以预期得到将风险因素考虑在内的公平收益，这就是有效市场假说的基本前提——很有道理。但是，积极投资者追求的不是普通的风险调整后的收益，他们需要的是丰厚的收益。（如果公平收益就能令你满足，那么何不被动地投资指数基金以省下一大堆麻烦呢？）所以说，以内在价值买进证券也没有什么大不了的。以超过价值的价格买进证券显然是错误的，因为需要大量艰苦的工作和运气才能使以过高价格买进的东西转化为成功的投资。

还记得我在上一章提到过的“漂亮50投资”吗？在高峰时期，许多大公司的市盈率（股价与每股收益之间的比值）高达80~90。（相比之下，战后股票的平均市盈率一般在15上下。）这些公司的追随者中似乎没有谁为估价过高而担忧。

随后，在短短几年间，一切全都变了。20世纪70年代初，股市降温，在外部因素如石油禁运以及不断增长的通货膨胀的笼罩下，局势变得更加黯淡，漂亮50股票暴跌。80~90的市盈率在几年之间就跌到了8~9，这意味着投资美国最好公司的投资者赔掉了他们90%的资金。人们买的是大公司的股票不假，但他们买进的价格却是错误的。

橡树资本管理公司常说，“好的买进是成功卖出的一半”，意思是说，我们不花太多时间去考虑股票的卖出价格、卖出时机、卖出对象或卖出途径。如果你买得足够便宜，那么最终这些问题的答案是不言而喻的。

乔尔·格林布拉特：许多价值投资者都不擅长确认到底在何时应该卖出股票（很多人卖出过早）。不过，知道何时买进股票能够弥补因为卖出过早而导致的许多错误。

如果你对内在价值的估计是正确的，那么随着时间的推移，资产价格将会与资产价值趋于一致。

乔尔·格林布拉特：把这句话记在心里：当市场出现短期的波动时，最重要的事情之一，就是记得市场终会回归正确。

公司价值几何？归根结底就是这个问题。单凭创意好或业务好就买进股票是不够的，你必须以合理的价格（或者顺利的话，以特价）买进。

《网络科技泡沫》，2000年1月3日

所有这一切都引向一个问题：价格是怎么来的？为确保价格的正确性，潜在买家应考察什么？考虑基本面价值是毫无疑问的，不过大多数情况下，证券的价格至少还受到其他两个重要因素的影响：心理和技术（也是价格短期波动的主要决定因素）。

大多数投资者（当然包括大多数非职业投资者）对技术知之甚少。技术是影响证券供需的非基本面因素，也就是说，与价值无关。举两个例子：在股市崩盘导致采用杠杆的投资者接到追缴保证金通知，并被迫平仓发生强制卖出；当现金流入共同基金时，投资组合经理人就需要买进。在这两个例子中，人们都是在无法顾及价格的情况下被迫进行证券交易的。

相信我，再没有比在崩盘期间从不顾价格必须卖出的人手中买进更好的事了。我们有不少最好的交易都是在这种时候完成的。不过，我还要补充两点建议：

- 你不能以从强制卖家手中买进或把证券卖给强制买家为生；强制卖家和强制买家不是任何时候都有的，他们只在罕见的极端危机和泡沫时期才会出现。

- 既然从强制卖家手中买进是世界上最美妙的事，那么成为强制卖家就是世界上最悲惨的事。所以，把自己的事情安排好，保证自己能够在最艰难的时期坚持住（不卖出）是非常重要的。要做到这一点，既需要长期资本，又需要强大的心理素质。

> 乔尔·格林布拉特：对于个人投资者来说，这意味着如果你在市场上投入过多或重仓某一特定投资对象，而你不能忍受向下波动期间所带来的痛苦，那么你就可能会成为马克斯之前所提到的强制卖家。

由此，我要谈到第二个对价格产生强大影响的因素：心理。它的重要性怎么形容都不为过。事实上，它是如此重要，以至于我会拿出后面几章的篇幅来探讨投资者心理，以及应对各种心理表现的方法。

确定价值的关键是熟练的财务分析，而理解价格、价值关系及其前景的关键，则主要依赖于对其他投资者的思维的洞察。投资者心理几乎可以导致证券在短期内出现任何定价，而无论其基本面如何。

> 乔尔·格林布拉特：还是那句话，正如巴菲特所说，最好的投资课会教人如何估价以及如何看待市场价格。认识到价格在短期内会严重偏离价值是关键，了解投资心理，并在出现偏离时从中获利是难点。

最重要的学科不是会计学或经济学，而是心理学。

关键在于弄清当前人们对某项投资的好恶。未来价格的变化取决于未来青睐这项投资的人是更多还是更少。

投资是一场人气竞赛，在人气最旺的时候买进是最危险的。在那个时候，一切利好因素和观点都已经被计入价格中，而且再也不会有新的买家出现。

> 霍华德·马克斯：第二个重要主题不是“最重要的事”，而是“最危险的事”。就像大家所看到的，本书将风险放在了第一位，描述了许多令投资陷入险境的事情。通过点评将它们汇总在一起，应该有助于读者识别并避免这些风险。最大的失败——1960年的漂亮50股票，1999年的互联网股票或2006年的次贷工具，它们都有着某种共同之处：找不到缺点。有多种方式可以描述当时的情况：“完美定价”“深受追捧”“无懈可击”。但是，没有什么是完美的，事实证明缺点无处不在。当你为完美买单的时候，并没有得到你所预期的结果，相反，在真相大白的时候，你所付出的高价将会令你暴露于风险之下。这是真正的最危险的事情之一。

最安全、获利潜力最大的投资，是在没人喜欢的时候买进。假以时日，一旦证券受到欢迎，那么它的价格就只可能向一个方向变化：上涨。

《识别投资机会的随想》，1994年1月24日

显然，心理学是另一个至关重要且极难掌握的领域。首先，心理是难以捉摸的。其次，给其他投资者带来思想压力并影响其行为的心理因素，同样会作用在你的身上。正如你将在后面几章中看到的，这些力量往往导致人

们的行为与成为卓越投资者所必须具备的行为相违背。因此，为了自保，你必须投入时间和精力去了解市场心理。

> 保罗·约翰逊：这句话对学生来说特别重要，因为他们的经验有限。

从买进证券的那一天起，你就必须了解，基本面价值只是决定证券价格的因素之一，你还要设法让心理和技术为你所用。

> 霍华德·马克斯："投资中的人性之道"是至关重要的。它是这样一个领域：卓越的投资者必须保证自身的卓越，因为如果他们像其他人一样，会对心理因素所带来的非理性繁荣做出反应，那么财务分析也不能够保证会带来卓越的表现。因此，我的第三个主题与"控制情感和自我"相关。实现这一点相当困难，因为在投资环境中，一切因素随时都会令投资者在错误的时间做出错误的抉择。我们都是人，所以我们面临的挑战是——如何在相同的条件之下表现得比其他投资者要好。

与认真谨慎的价值投资截然相反的状态是完全无视价格与价值之间的关系，盲目追求泡沫。

所有泡沫都是从重要的事实开始的：

- 郁金香美丽而罕见（在17世纪的荷兰）。
- 互联网将改变世界。
- 房地产能抵御通货膨胀，并且可以永久居住。

几个聪明的投资者发现了（或预见到）这些事实，因此投资获利。其他人随后明白过来——或者只注意到人们在赚钱，于是他们跟风买进，抬高了资产的价格。但是，随着价格进一步上涨，投资者受到发横财的可能性的刺激，对价格是否公平想得越来越少。这是对我曾经描述过的现象的一种极端再现：某种东西价格上涨时，人们的喜爱程度本应下降，但在投资中，他们的喜爱程度往往会加深。

乔尔·格林布拉特：这不可思议，但事实往往如此。人们被近期表现不错的投资所吸引，也会被近期业绩不错的投资经理所吸引，尽管这与投资经理在未来的表现通常没有太大的联系。

举例来说，2004—2006年，人们可能只考虑关于住宅和公寓的种种利好：实现在美国置业梦想的愿望，为抵御通货膨胀，抵押贷款很划算而且还贷金额可以免税，最后达成了“房价只会上涨”的公认智慧。大家都知道公认的智慧带来了什么结果。

另一个臭名昭著的“稳赚不赔”的想法是什么呢？在科技泡沫时期，买家从不担心股价是否过高，因为他们相信有人愿意花更多的钱从他们手上买进。遗憾的是，博傻理论也有失灵的时候。价值最终开始发挥作用，此时接手的人不得不承担后果。

- 股票背后的利好可能是真的，但是，如果你买进的价格过高，那么你仍然会遭受损失。

- 利好以及似乎人人都享有的丰厚利润，最终会让那些起初抵制的人投降并买进。

- 当最后一个人坚持不住变成买家的时候，股票或市场就到“顶”了。到顶时间往往与基本面的发展无关。

- “价格过高”和“下一步将下跌”完全是两个意思。证券价格可能会过高并且维持相当长的一段时间……甚至会进一步上涨。

- 无论如何，价值最终会发挥作用。

《网络科技泡沫》，2000年1月3日

乔尔·格林布拉特：再读一遍最后一条！

保罗·约翰逊：这些要点非常正确，但是在陷入狂热冲动或泡沫的时候，要想掌握它们是有挑战性的。

问题是在泡沫时期，“有吸引力”变成了“在任何价格时，都有吸引力”。人们常说，“它不便宜，不过我认为它会继续上涨，因为流动性是过剩的”（或许多其他理由）。换句话说，他们说的是“它已经被充分估价了，但是，我认为价格会变得更高”。在这样的基础上买进或持有是极其危险的，但泡沫就是这样形成的。

在泡沫时期，对市场势头的迷恋取代了价值和公平价格的观念，贪婪（加上在其他人似乎大发横财时旁观的痛苦）抵消了所有本应占据主导地位的智慧。

总而言之，我相信从真实价值出发的投资方法是最可靠的。相比之下，指望依赖价值以外的东西获利（比如靠泡沫获利）可能是最不可靠的方法。

思考以下可能的投资获利途径：

- 通过资产内在价值的增长获利。问题是价值的增长难以准确预测。此外，对于增长潜力的共识通常会推高资产价格，这意味着除非你有与众不同的高见，否则很有可能已经在为潜在的价值提升买单了。

  在某些投资领域[最明显的是私募股权（买进公司）和房地产]，“主导投资者”能够通过积极管理致力于提高资产价值。这样做是值得的，但这是一个长期而不确定的过程，并且需要大量的专业知识。取得进步有可能是非常困难的，比如在一个已经不错的公司里便是这种情况。

- 使用杠杆。这里的问题是，使用杠杆（借入资本买进证券）不会使投资变得更好，也不会提高获利概率。它只是把可能实现的收益或损失扩大化。这个方法还引入了全盘覆灭的风险：如果投资组合没有满足合同价值，那么在价格下跌以及流动性降低时，贷方可以要求收回资金。多年以来，杠杆一直与高收益相关，但它同样与最引人注目的暴跌与崩盘紧密联系在一起。

> 保罗·约翰逊：这是第4章最重要的内容之一，是年轻的投资者以身涉险都难以学会的。

- 以超过资产价值的价格卖出。每个人都希望出现一位愿意高价买进他想卖出的资产的买家。不过，显然你不能指望这样的买家会按照你的意愿出现。与定价过低的资产涨到其公平价值不同，公平定价或过高定价的资产的增值建立在买家的非理性基础上，因此是绝对不可靠的。

- 以低于价值的价格买进。在我看来，这才是投资的真谛——最可靠的赚钱方法。以低于内在价值的价格买进，然后等待资产价格向价值靠拢，这并不需要多么特殊的才能，只需市场参与者清醒过来面对现

实即可。当市场运作正常的时候，价值就会强势拉升价格。

> 乔尔·格林布拉特：市场总有一天会正常运转并恢复“正确”。
>
> 再好好地读一读马克斯的话吧，这些话非常有用。
>
> 保罗·约翰逊：在这里，马克斯清晰地描述了价值投资背后的简单之美。以正确的价格买进是价值投资里比较困难的部分。一旦能以正确的价格买进，那么何时上涨以及市场里其他投资者的反应，都无须多虑。

在所有可能的投资获利途径中，低价买进显然是最可靠的一种。不过，即使这样也未必一定奏效。你可能错误估计了当前价值，或者可能会出现降低价值的事件，或者你的态度与市场的冷淡导致证券以更低的价格出售，或者价格与内在价值达到一致所需的时间比你可以等待的时间要长，正如凯恩斯指出的，“市场延续非理性状态的时间比你撑住没破产的时间要长”。

低于价值买进并非万无一失，但它是我们最好的机会。

> 霍华德·马克斯：害怕看错的恐惧：即使判断是正确的，但最终使之实现所需要的时长对许多投资新手来说也是一个不小的打击。拥有对内在价值的坚定看法有一个最重要的作用——坚定信念：它支撑你坚守下去，直到市场认可你的意见并正确定价资产。

# 05
# 理解风险

> 风险意味着可能发生的事件多于确定发生的事件。
>
> 埃尔罗伊·迪姆森

投资只关乎一件事：应对未来。没有人能够确切地预知未来，所以风险是不可避免的。因此，应对风险是投资中一个必不可少的（我认为是根本的）要素。找到即将上涨的投资并不难。如果你能找到足够多，那么你可能已经在朝着正确的方向前进了。但是，如果你不能正确地应对风险，那么你的成功是不可能长久的。第一步是理解风险。第二步是识别风险。最后的关键性一步，是控制风险。风险问题复杂而重要，我会拿出三章来对它进行全面的剖析。

> 保罗·约翰逊：马克斯在第5章至第7章中对风险的探讨，是我在众多投资类书籍中看到过的最全面、最完整的论述，也是我见过的所有讨论或出版物中描述得最清晰的论述。我认为这三章是本书最精华的部分。



为什么说风险评估是投资过程中必不可少的要素呢？有三个有力的理由。

第一，风险是一件坏事，大多数头脑清醒的人都希望避免风险或使其最小化。金融理论中的一个基本假设是，人的本性是想规避风险，意即他们愿意承受更低而不是更高的风险。因此，投资者在考虑某项投资时，首先必须判断投资的风险性以及自己对于绝对风险的容忍度。

第二，在考虑某项投资时，投资决策应将风险以及潜在收益考虑在内。出于对风险的厌恶，投资者必须被诱以更高的预期收益才会承担新增风险。简而言之，如果美国政府的中期债券和小企业的股票都有可能达到7%的年收益率，那么人人都会抢购前者（从而抬高价格并降低预期收益）而抛售后者（从而拉低价格并提高收益）。这一相对价格的调整过程被经济学家称为“均衡”，使得预期收益与风险相匹配。

因此，除了确定自己是否能够容忍伴随投资而产生的绝对风险，投资者的第二项工作是确定投资收益是否与所承担的风险相称。显然，收益只是投资时需要考虑的一个方面，而风险评估则是必不可少的另一个方面。

第三，在考虑投资结果时，收益仅仅代表收益，评估所承担的风险是必需的。收益是通过安全的还是有风险的投资工具得到的？是通过固定收益证券还是股票得到的？是通过投资大型、成熟的企业得到的，还是通过投资小型、不稳定的企业得到的？是通过投资流动性股票和债券得到的，还是通过投资流动性欠佳的私募股权得到的？是利用杠杆还是没有利用杠杆得到的？是通过集中化投资组合还是多元化投资组合得到的？

投资者拿到报表，发现自己的账户当年赚到10%的收益时，想必无从判断投资经理的业绩是好是坏。为了做出判断，他们必须对投资经理所承担的风险有一定的了解。换句话说，他们必须清楚“风险调整后收益”的概念。

乔尔·格林布拉特：然而，许多个人投资者和机构投资者的决策都以这一既不具备判断价值又不具备预测价值的数字为基础。

关于风险与收益之间的关系，在投资界有一个广泛应用的图示（见图5–1）。它是一条倾斜向上的“资本市场线”，表明了风险与收益之间的正相关关系。市场努力使风险更高的资产看起来能够提供更高的收益。不然的话，谁会买呢？

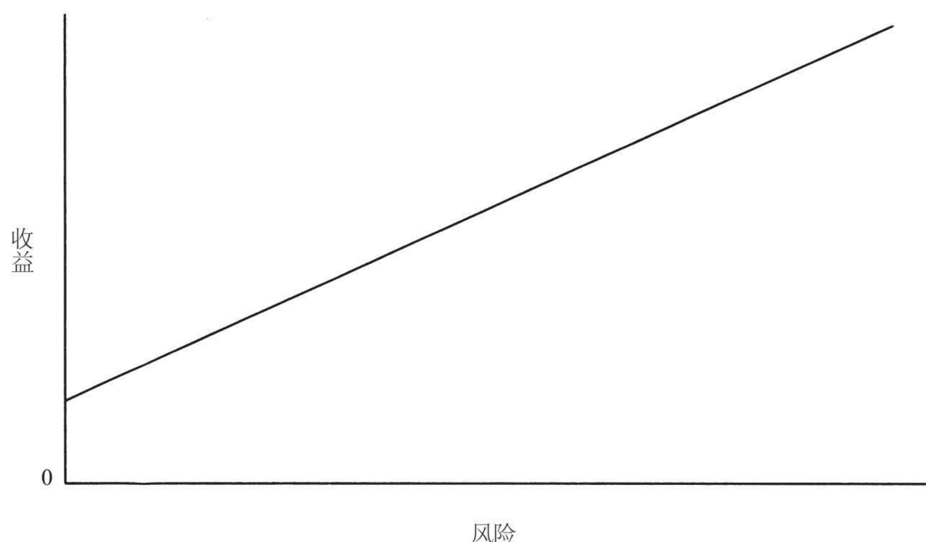


图5–1 风险——收益曲线图I

我们所熟知的风险——收益关系图是简约而优雅的。遗憾的是，许多人从中得出一个错误的结论，并因此而身陷困境。

尤其是在经济繁荣时期，你会听到太多的人在说：“高风险投资带来高收益。要想多赚钱，就去承担更高的风险吧。”然而，靠更高风险的投资来获得更高的收益是绝对不可能的。原因何在？很简单：如果更高风险的投资确实能够可靠地产生更高的收益，那么它就不是真的高风险了！

正确的表述是：为了吸引资本，风险更高的投资必须提供更好的收益前景、更高的承诺收益或预期收益，但绝不表示这些更高的预期收益必须实现。

我对资本市场线的认知方式使我较为容易地将其背后涉及的所有关系联系起来（见图5–2）。

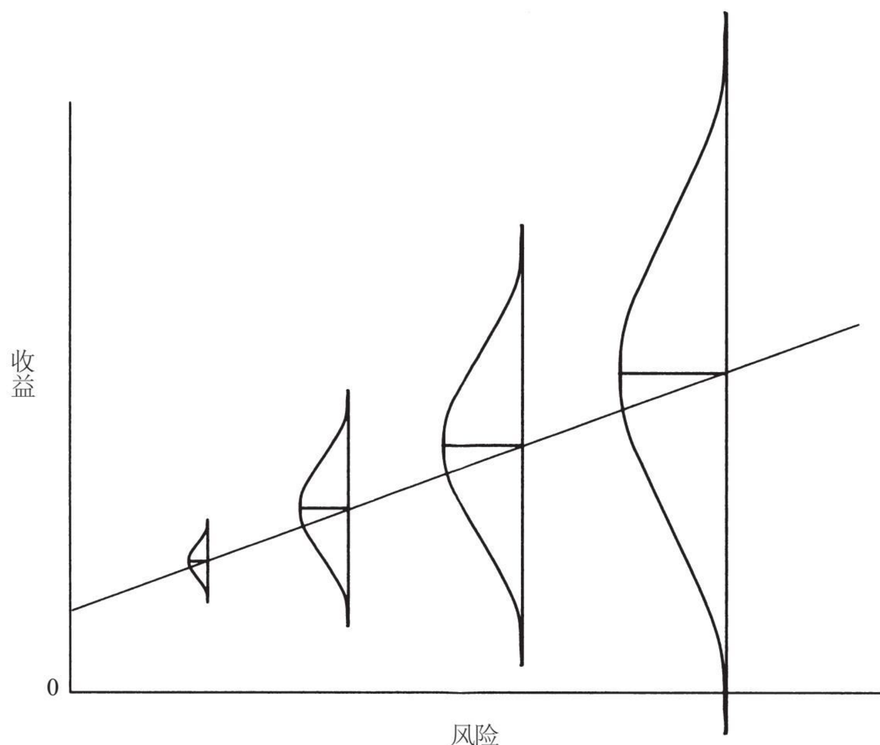



**图5–2 风险——收益曲线图II**

乔尔·格林布拉特：这张图有助于直观地观察风险与收益的关系。考虑未来收益的概率分布有助于提醒我们记得：在现实中，收益概率并不是呈正态分布的。

霍华德·马克斯：投资需要我们去应对未来。如果未来是可知的，那么投资也不会有太大的挑战性（因此也不会太有利可图）。因为未来是不可知的，所以我的最后一个关键主题围绕着理解不确定性的重要性而展开。上图说明了"更高风险"投资的本质。更高风险的投资与不确定性增加、损失概率增大相关。

更高的投资风险导致更加不确定的结果。也就是说，收益的概率分布更广。当定价公平时，风险较高的投资意味着：

- 更高的预期收益。

- 获得较低收益的可能。
- 在某些情况下，可能会损失。

传统的风险——收益曲线图（图5–1）具有误导性，它虽然表现了风险与收益之间的正相关关系，却没有表现出其中所涉及的不确定性。它对承担更高的风险便能赚更多钱的坚定暗示，已经给许多人造成了极大的痛苦。

保罗·约翰逊：马克斯对于风险与收益之间的关系的探讨可谓是重要而清晰，图5–1与图5–2之间的比较尤为明了。图5–2体现了马克斯非同一般的洞察力，提供了一种比常见的图5–1更清晰、更准确的方法，来看待风险与收益之间的关系。

我希望我的曲线图更有帮助。它既表明风险和预期收益之间的正相关关系，又表明收益的不确定性以及随着风险的增加而加大的损失概率。

《风险》，2006年1月19日

保罗·约翰逊：说得真好！马克斯对“风险等于波动性”的摒弃受到了一些专家和实践者的推崇。同时，马克斯给“风险”下了一个更加深刻的定义。

乔尔·格林布拉特：将资本永久亏损的风险比作潜在回报，是投资最重要的概念之一。然而，马克斯指出，许多金融理论认为风险只是用以衡量收益的相对波动性——这样的观点并不正确，不符合大多数投资者对于风险的认知。

接下来，我们的主要任务是定义风险。风险究竟是什么？我们可以通过它的近义词——危险、冒险、危害、极大危险来了解。它们听起来似乎都是风险的近义词，并且相当不受欢迎。

然而，金融理论（提出图5–1所示的风险——收益曲线图及风险调整概念的同一理论）却将风险明确地定义为波动性（或易变性、偏差）。这些词当中没有一个能够表达出“危险”的必然含义。

在学者看来，风险等于波动性，因为波动性表明了投资的不可靠性。我对这一定义不敢苟同。

我认为，学者们（自觉或不自觉地）出于方便起见，才选择了以波动性指代风险。他们需要一个可计算的、客观的、能够查明来龙去脉的数字。波动性符合他们的要求，而大多数风险类型不符合。这一切的问题在于，我并不认为波动性就是大多数投资者所关心的风险。

风险有许多种……而波动性可能是与之最无关的一个。理论认为，投资者会从波动性更大的投资中要求更高的收益。但是，如果波动性更高的投资有可能产生更高的收益，那么在市场设定投资价格时，一定会有人对这种关系有需求，但我却从未遇到过这样的人。我从未听到任何人在橡树资本管理公司（或在其他地方）说过“我不会买进它，因为它的价格可能出现巨大波动”，或“我不会买进它，因为它有可能出现季度性下跌”。因此，我很难相信波动性就是投资者在设定价格和预期收益时需要考虑的风险。

我认为，人们拒绝投资的主要原因是他们担心亏本或收益过低，而不是波动性。在我看来，“我需要更多的上涨潜力，因为我怕赔钱”比“我需要更多的上涨潜力，因为我怕价格会出现波动”要合理得多。是的，我确信“风险”就是——首要的是——损失的可能性。

《风险》，2006年1月19日

永久性损失的概率是我、橡树资本管理公司以及我所认识的每一位实际投资者所担心的风险。此外，你还应对许多其他类型的风险有所了解，因为它们能够对你或别人产生影响，从而为你带来获利的机会。

> 保罗·约翰逊：我可以肯定地说，造成资本永久性亏损的风险是唯一需要担心的风险。

投资风险有多种形式。很多风险对某些投资者来说干系重大，对其他投资者则不；它们会使某项投资对某些投资者来说是安全的，对其他投资者来说则是危险的。

• 不达目标——投资者有不同的需求，对于投资者来说，需求没有得到满足便造成了风险。一位退休高管可能需要4%的年收益率来支付账单，而6%的年收益率就是一笔意外之财。但是，对于养老基金来说，年均8%的收益率是必需的，长期保持6%的收益率就会造成严重

的风险。显然风险是个体化和主观性的。某项投资对一些人来说是有风险的，对其他人则不是。因此，它不可能是“市场”为要求更高预期收益补偿的那种风险。

• 业绩不佳——假设投资经理知道，无论客户账户的表现有多好，未来也不会有多少收益，但是显然，如果客户账户的表现跟不上某些指数的表现，就会失去这个客户。这就是“基准风险”，投资经理可以通过模仿指数的方式来消除它。但是，每一位不愿放弃优异表现、选择追求不同于指数投资目标的投资者，都会经历业绩欠佳的时候。事实上，因为许多最好的投资者强势坚持自己的方法（又因为没有任何方法是永远奏效的），所以最好的投资者也可能会出现业绩不佳的时候。特别是在狂热时期，训练有素的投资者是不愿冒跟风的风险的。（例如1999年的沃伦·巴菲特和朱利安·罗伯逊。在那一年，业绩落后是一种勇气的象征，因为它代表着对科技泡沫的拒绝。）

乔尔·格林布拉特：2000年以后，在投资业绩名列前茅的投资经理中，有79%的投资经理至少有三年的时间排名靠后。（来源：戴维斯投资顾问公司）大多数投资者会追逐热门基金，而不会跟随短期业绩不佳的投资经理。

• 职业风险——这是业绩不佳风险的一种极端形式：当资金管理者和资金所有者是不同的人时，风险就产生了。在这种情况下，经理（或“代理人”）可能不会太关心收益，因为他们不参与分成，但他们会极端恐惧可能导致自己失业的损失。言外之意很明显：可能会不利于收益从而导致代理人被解雇的风险，是不值得承担的。

• 不蹈常规——同理，与众不同是有风险的。比起非常规投资失败所致的被解雇的可能性，交出平均成绩可能令资金管理者更为舒服，无论这一业绩所代表的绝对价值是多少……对这一风险的担忧使得许多人与优异业绩擦肩而过，但同时它也为那些敢于与众不同的人创造了非常规的投资机会。

• 流动性低——如果投资者需要一笔钱在三个月内做手术或在一年内买房，那么他就不能进行届时没有折现把握的投资。因此，对该投资者来说，风险不仅仅是损失或波动性，或上面提到的任何风险。它是一种无法在需要的时候以合理的价格将投资转化为现金的风险，也是一种个体化风险。

《风险》，2006年1月19日

现在，我要花一点儿时间来探讨导致损失风险的原因。

首先，基本面弱未必导致损失风险。基本面弱的资产——业绩欠佳企业的股票，投机级债券或选址错误的建筑——如果买进它的价格足够低，那么它也能成为一项非常成功的投资。

其次，风险可能在宏观环境并未走弱时出现。自负、对风险的无知和放任以及一点点发展的不利结合到一起，便足以带来灾难。灾难有可能发生在任何没有花费时间和精力去理解自己投资组合的基本过程的人身上。

损失风险主要归因于心理过于积极，以及由此导致的价格过高。投资者倾向于将动人的题材和时髦的概念与高潜在收益联系在一起。他们还期望从近期表现不错的股票上得到高收益。这些热门投资可能暂时会实现人们的期望，但是毫无疑问，它们也蕴含着高风险。它们被人群的兴奋推高到我称之为“盲目跟风”的地步，它们提供了持续高收益的可能性，但同时也存在低收益或负收益的可能性。

霍华德·马克斯：最危险的事：最危险的投资状态通常源于过于乐观的心理。因此，损失的发生未必源于基本面的恶化，下调投资者的预期即可避免。高价往往会因自重而崩溃。

理论认为，高收益与高风险相关，因为前者因补偿后者而存在。但是，务实的价值投资者的感觉恰恰相反：他们相信，在以低于价值买进证券的时候，高收益、低风险是可以同时实现的。同样，价格过高则意味着低收益、高风险。

单调的、被忽视的、可能遭到冷落和打压的证券——通常正因为它们的表现不好而成为低价证券——往往成为价值投资者青睐的高收益证券。这类证券以低波动性、低基本面风险以及在市场不利时损失更低为特征，虽然在牛市中它们很少能有出类拔萃的收益，但它们的平均表现普遍良好，比“热门”股票的收益更加稳定持久。在大多数情况下，这类貌不惊人的低价证券最大的风险是有可能在牛市中表现落后。不过，具有风险意识的价值投资者是愿意承担这种风险的。

我相信我们都同意，投资者也应该必须要求他们认为风险更高的投资提供更高的预期收益。我们有望达成一致的是，损失风险是人们在要求预期收

益以及设定投资价格时最关心的风险。于是，一个重要的问题来了：如何衡量损失风险呢？

首先，显然有一个见仁见智的问题：对未来做出有理有据的估计是有可能的，但估计始终只是估计。

其次，量化标准是不存在的。对于任何特定投资，都会有一些人认为风险较高，而另一些人则认为风险较低。有人将风险称为“不赚钱的可能性”，有人则将其称为“损失一定比例资金（诸如此类）的可能性”。有人认为它是时限一年的损失风险，有人则认为它是跨越整个持有期的损失风险。显然，即使将一项投资的所有相关投资者都集中到一个房间里研判，他们也永远不可能商定出一个能够代表投资风险的数字。即使能，他们给出的数字与另一组投资者为另一项投资给出的数字也不太可能有可比性。这就是为什么我说风险和风险——收益决策不能被“机加工”，即不能移交给计算机去做的原因之一。

60多年前，本杰明·格雷厄姆和戴维·多德在价值投资者的圣经《证券分析》再版时，做了如下表述：“不同投资与其发生损失的风险之间的关系很不确定、很容易发生变动，因此也无从引入有效的数学计算公式。”

再次，风险是有欺骗性的。常规性事件很容易估计，如反复发生的事件将有再次发生的可能。但是，反常的、千载难逢的事件很难被量化。投资易受偶发的、严重的风险影响，我称之为“不可能的灾难”。这一事实表明，实际风险可能比看上去更为危险。

总而言之，前瞻性研究表明，多数风险都具有主观性、隐蔽性和不可量化性。

如此一来，我们会面临什么样的情况呢？如果损失风险是无法被衡量、被定量甚或无法被观察的——如果它还是主观性的——那么该如何应对它呢？训练有素的投资者对于在特定环境中出现的风险是有自己的判断的。他们判断的主要依据是价值的稳定性和可靠性，以及价格与价值之间的关系。当然，其他依据也会被纳入他们的考虑范围，但其中的大部分可归结为以上两个因素。

近来有许多使风险评估更加科学化的努力。金融机构已经开始常规性聘请独立于资产管理团队之外的“风险经理”，并且已经采用计算机模型（如“风险价值模型”）来衡量投资组合风险。但是，这些人及其工具得到的结果并不比其所依赖的原始数据、输入数据的处理方法好。在我看来，他们永远比不上最好的投资者的主观判断。

考虑到损失概率的定量难度，希望客观衡量风险调整后收益的投资者——这样的人很多——只能求助于所谓的夏普比率。它是投资组合的超额收益（高于“无风险利率”或短期国债利率的收益）与收益标准差之间的比值。这种计算方法对于交易和定价频繁的公开市场证券似乎是适用的，它具有一定的合理性，是我们现有的最好的方法。尽管夏普比率没有明确涉及损失的可能性，但是有理由相信基本面风险较高的证券，其价格波动性高于比较安全的证券，因此夏普比率与损失风险有一定的相关性。对于缺乏市场价格的私人资产——如房地产和整家公司——则没有主观风险调整的替代指标。

乔尔·格林布拉特：类似的，索提诺比率（Sortino Ratio）不太适用于既有上行波动又有下行波动的双向波动，而是更适用于下行波动。不过，这两个指标都能很好地衡量未来损失的风险。

几年前，在思考前瞻性风险衡量难度的同时，我意识到，由于其隐蔽性、不可量化性及主观性，投资风险——损失的可能性——也无法用回顾性方法及演绎推理法来衡量。

假设你做了一项如愿以偿的投资，这是否意味着这项投资没有风险呢？也许你以100美元买进了某种东西，一年后以200美元卖出。这项投资有风险吗？谁知道呢？或许它曾经令你暴露于巨大的但未实现的潜在不确定性之下。如果是这样的话，那么它的风险可能很高。或者假设投资产生了损失，这是否意味着这项投资有风险呢？是否应该在分析并进行投资的时候就认为投资是有风险的呢？

想想看，其实问题的答案很简单：某件事情（在这里指的是损失）的发生并不意味着它是必然发生的，某件事情没有发生也不意味着它是不可能发生的。

在我看来，纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的《随机漫步的傻瓜》是解决这个问题的权威。在书中，塔勒布探讨了可能发生却没有发生的“未然历史”。在第16章中还有更多关于这本重要著作的内容，但是我现在感兴趣的是，未然历史的概念与风险是如何联系的。

塞思·卡拉曼：这也可能就是一流管理的高明之处。精明的投资经理会预先了解许多可能威胁其业务的风险，并采取行动减轻或避免这些风险。而愚钝的投资经理则会忽视风险或不能及时采取行动，从而给公司招致本可避免的损失。

在投资领域里，一个人靠一次杰出的成功投资或一个极端但最终正确的预测就能活很多年。但是，一次成功能证明什么呢？在市场繁荣的时候，最好的成果往往由那些承担最高风险的人取得。他们是能聪明地预感到繁荣期的到来并利用β系数积累财富的投资者，或者只是天性爱冒险且态度积极的人，正好赶上了好时间？简单地说，在我们这个行业中，人们因为错误的原因而正确预测的频率有多高？纳西姆·尼古拉斯·塔勒布将这些人称为“幸运的傻瓜”，显然，短期内很难将他们与训练有素的投资者区别开来。

关键在于，即使平仓后，想弄清楚投资有多少风险也是不可能的。当然，成功的投资并不意味着没有风险，反之亦然。对于一个成功的投资而言，你如何知道好结果是必然的，还是仅有1%的概率（大部分结果都不令人满意）？失败的投资亦是如此：我们如何确定它是一个合理但运气不佳的冒险，或者只是一种受到应有惩罚的胡乱下注？

投资者是否很好地估计了投资所包含的风险？这是另一个难以回答的好问题。需要一个例子吗？想想天气预报员吧。他说明天有70%的下雨概率。下雨了，他是对了还是错了？没有下雨，他是对了还是错了？除非经过大量试验，否则，除0和100以外，概率的准确性是无法评估的。

《风险》，2006年1月19日

这令我想到本章开篇所引用的埃尔罗伊·迪姆森的话：“风险意味着可能发生的事件多于确定发生的事件。”接下来，我们要讨论的是风险纯哲学的一面。

霍华德·马克斯：了解不确定性：迪姆森的名言提示了我们一个非常简单的概念：在未来，很多事情都是有可能发生的。我们不知道哪个可能性会变为现实，这一不确定性加大了投资的挑战性。“单一情境”投资者会忽略这一事实，他们会简单地考虑未来的单一偶然结果，并期待在此基础上得到良好收益。

或许你还记得本章的开篇句——投资只关乎一件事：应对未来。不过，显然我们不可能“知道”关于未来的任何事情。如果我们有远见，那么我们可以对未来结果的范围及其发生的相对概率有一定的了解——也就是说，我们能构建粗略的概率分布。（相反，如果我们没有远见，那么我们就不会知道这些东西，构建概率分布就只能靠猜想。）

霍华德·马克斯：了解不确定性：多结果可能性意味着我们一定不能只考虑未来的单一结果，而是要考虑一系列的可能性。最好是有一个概率分布——既能概括概率，又能描述概率之间的相关性。我们必须全盘考虑，而不只是考虑最有可能实现的一种情况。在投资者忽略了极低概率事件的情况下，容易出现一些最重大的损失。

如果对未来有一定的认识，我们就能判断出哪些结果最可能发生、哪些结果有可能发生，以及可能的结果的分布范围，继而得出“预期结果”。预期结果由每个结果的发生概率加权而来，它能表明许多未来可能发生的情况——但并非全部。

即使我们知道概率分布情况，知道哪些结果是最有可能发生的，也知道预期结果是什么——即使我们的预期相当正确——我们所知道的也只不过是概率或趋势。我常与我的好朋友布鲁斯·纽伯格玩几个小时的金拉米和十五子棋。我们乐此不疲地把时间消耗在胜算绝对可知的扑克和色子上这一事实，证明了随机性的重要作用，从而进一步证明了概率的变幻莫测。布鲁斯曾经做过精彩的总结：“概率与结果之间存在巨大的差异。可能的事情没有发生（不可能的事情却发生了）向来如此。”这是你应该知道的关于投资风险最重要的事之一。

乔尔·格林布拉特：在考虑投资组合时要牢记，极低概率事件会影响到你的大部分投资。

虽然现在讨论的是概率分布，但我想花些时间专门谈一谈正态分布。显然，投资者需要对未来事件做出判断。为此，我们先选定一个我们认为事件可能会围绕它而聚集的中心值。这个值可能是平均值或者期望值（预期发生的平均结果），可能是中位数（高于它和低于它的结果各占一半），也可能是众数（唯一最可能的结果）。不过，想要应对未来，只有一个核心期望值是不够的，我们必须了解其他可能的结果及其发生的概率。我们需要一种能够描述所有概率的分布形式。

多数围绕某一中心值聚集的现象（如人的身高），构成了人们所熟知的钟形曲线：某个特定观察对象发生的概率在正中间达到峰值，并向两端（即尾部）逐渐变弱。可能身高5英尺[1]10英寸[2]的人最多，5英尺9英寸或5英尺11英寸的人略少一些，5英尺3英寸的人或6英尺5英寸的人更少一些，4英尺8英寸或4英尺7英寸的人几乎没有。标准分布不是逐一列举每个观察对象发生的概率，而是提供了一种概括概率的简便方法，如此一来，少许统计数字便能够告诉你关于未来你必须知道的一切。

最常见的钟形分布被称为“正态”分布。但是，人们往往将钟形分布和正态分布混为一谈，其实二者是不一样的。前者是一种分布类型，而后者是具有明确统计特性的特殊的钟形分布。未能将两者正确地区分，无疑是造成近期信贷危机的重要原因。

在危机发生前的那几年，金融工程师，或称为“宽客”（quant），在创造和评价金融产品（如衍生品）及结构性产品中扮演了重要的角色。多数情况下，他们会假定未来事件呈正态分布。但是，正态分布假设的是尾部事件极少发生，而金融事件的分布（由具有情感驱动极端行为倾向的人所决定）或许应被理解为具有“胖”尾。因此，当大规模抵押贷款违约发生时，本来被认为不可能发生在抵押贷款相关性金融工具上的事件开始频繁地发生。在正态分布基础上构建金融工具的、没有太多余钱应对“尾部事件”（有些人可能会借用纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的术语“黑天鹅”）的投资者，往往会遭遇失败。

既然当前的投资已经如此依赖高等数学，我们就不得不警惕人们错误地将简单假设应用到复杂世界中的情况。量化往往使某些不该被轻信的言论获得过高的权威，即有可能会造成麻烦。

理解风险的关键是，风险在很大程度上是一个见仁见智的问题。即使是在事件发生之后，也很难对风险有明确的认识。当你看到一位投资者在经济不景气的时候比另一位投资者损失得少时，你可能得出这个投资者所承担的风险较小的结论。或者当你注意到一项投资在特定环境下比另外一项投资令你损失更严重时，你可能因此会认为它的风险较大。这些结论一定是正确的吗？

平心而论，我认为投资表现是一系列事件——地缘政治的、宏观经济的、公司层面的、技术的、心理的——与当前的投资组合相碰撞的结果。迪姆森的话可以解释为：未来有多种可能性，但结果却只有一个。你得到的结果对你的投资组合可能有益，也可能有害，这可能取决于你的远见、谨慎或者运气。你的投资组合在一种情况下的表现与它在其他可能发生的“未然历史”下的表现毫不相干。

> 保罗·约翰逊：完全理解这一观点，会让你向理解投资表现迈进一大步。它对投资理念有着重要的影响。

- 一个能够经受住99%概率考验的投资组合可能会因剩下的1%概率的实现而垮掉。从结果上看，这个投资组合一直存在风险，尽管投资者

已经相当谨慎。

• 另外一个投资组合也许有一半可能表现良好，而另一半可能表现很差。但是一旦理想环境成为现实，投资组合成功，那么旁观者就会断定它是一个低风险投资组合。

• 第三个投资组合的成功完全取决于异常事件的发生，但是一旦事件真的发生了，冒进就会被误认为是稳健的或具有远见的。

收益本身（尤其是短期收益）不能说明投资决策的质量。评估收益时必须相对于实现收益所承担的风险。然而，风险是无法衡量的。当然，风险不可能以某一时刻“所有人”的话为基础来衡量。只有老练的、经验丰富的第二层次思维者才能判断出风险。



以下是对理解风险的总结：

投资风险在很大程度上是事先观察不到的——除了那些拥有非凡洞察力的人——甚至在退出投资之后也是如此。正因如此，我们见到过的许多金融大灾难都未能被成功地预测，人们也未能很好地管理风险。原因有几个：

• 风险只存在于未来，而未来会怎样是不可能确定的……当我们回顾过去时，是不存在不确定性的，但是这种确定性并不表示产生结果的过程是确定而可靠的。在过去的每种情况下，都存在发生许多事件的概率，最终只有一个事件发生的事实低估了实际存在变化的可能性。

• 承担风险与否的决策建立在常态再现的期望之上。在大多数情况下，确实如此。但是，异常事件时有发生……不可能的事件也偶有发生。

• 预测倾向于围绕历史常态而聚集，仅容许微小的变化……关键是，人们通常会预测未来与过去相似，而对潜在的变化估计不足。

• 我们常听说对“最坏情况”的预测，但是，结果往往显示预测的程度还不够坏。讲讲我父亲的故事吧。他是一个经常输钱的赌徒。一天，他听说有一场只有一匹马参加的比赛，于是把付房租的钱都拿去下注了。然而，在赛程进行到一半的时候，那匹马跳过护栏逃跑了。事情总比人们预想的更糟。或许“最坏情况”只意味着“我们过去见过的最坏

情况”，但它并不代表未来事件不可能更糟。2007年的恶劣形势超出了许多人的最坏情况预测。

• 风险不是一成不变的。假如我们说每年有“2%的抵押贷款违约”，那么，即使多年平均值的确如此，但是在任何时间点都有可能出现导致一种结构性金融工具覆没的、不同寻常的大规模违约事件。总会有投资者（特别是高杠杆投资者）无法在这种时候生存下来。

• 人们高估了自己判断风险的能力，以及对未曾见过的投资机制的理解能力。从理论上来说，人与其他物种的区别之一，是我们不必亲身经历某件事情便能知道它的危险性。我们不需要通过烧伤自己来验证我们不应坐在滚烫的火炉上这一事实。但是在牛市中，人们往往会丧失这种能力。他们不是去识别未来的风险，而是倾向于高估自己对金融新发明的理解力。

• 最后，也是最重要的一点，大多数人将风险承担视为一种赚钱途径。承担更高的风险通常会产生更高的收益。市场必须设法证明实际情况似乎就是这样，否则人们就不会进行高风险投资。但是，市场不可能永远都以这样的方式运作，否则高风险投资的风险也就不复存在了。一旦风险承担不奏效，它就会完全不起作用，直到这时人们才会想起风险究竟是怎么回事。

《这一次没有什么不同》，2007年12月17日

霍华德·马克斯：了解不确定性：投资需要我们对未来做出决策。通常，我们会假设未来与过去有相似之处。但并不意味着，结果的分布永远是相同的。小概率和极小概率事件也是有可能发生的，难以预测的结果会迅速地出现（并走向极端）。对不确定性的错误估计是使投资者陷入困境的一大原因。

---

[1] 1英尺＝30.48厘米。——编者注

[2] 1英寸＝2.54厘米。——编者注

06

# 识别风险

> 我相信，因为现在的体系过于稳定，所以我们要用更多的杠杆和风险承担来降低它的稳定性。
>
> 迈伦·斯科尔斯
>
> 人们普遍认为，风险在经济衰退以及经济由盛转衰时增大。与此相反，认为风险在经济上升时增加，并且随着经济失衡的扩大在衰退期化为现实的想法，可能更为有益。
>
> 安浩德
>
> 无论基本面有多好，人类的贪婪与犯错倾向都会把事情搞得一团糟。

杰出的投资需要创造收益和控制风险并重，而识别风险是控制风险的绝对前提。

我希望我已经说清楚了我所认为的风险是什么（以及不是什么）。风险意味着即将发生的结果的不确定，以及不利结果发生时损失概率的不确定。接下来的重要步骤是描述风险识别的过程。

> 保罗·约翰逊：这是我所见过的最清晰、最精确的风险定义。马克斯成功地把它解释清楚了。

识别风险往往从投资者意识到掉以轻心、盲目乐观并因此对某项资产出价过高时开始。换句话说，高风险主要伴随着高价格而出现。无论是对被估价过高从而定价过高的单项证券或其他资产，还是对在看涨情绪支持下价格高企的整体市场，在高价时不知规避反而蜂拥而上都是风险的主要来源。

> 乔尔·格林布拉特：买价过高是造成亏损的一个主要原因，暂且

不论其他风险，如波动性或分散投资程度。

霍华德·马克斯：最危险的事：最大的风险并不是来自低质量或高波动性，而是来自买价过高。这并不是假想的风险，而是活生生的现实。



理论家认为收益和风险是两码事，尽管二者有相关性；而价值投资者认为高风险和低预期收益不过是同一枚硬币的两面，二者都主要源自高价格。因此，洞察价格与价值之间的关系——无论对单项证券还是整体市场来说——是成功应对风险的重要组成部分。

克里斯托弗·戴维斯：买价过高既加大了风险又降低了收益。

当市场被推高，以致价格意味着更多的损失而不是潜在回报时，风险就增加了。应对风险从识别风险开始。

乔尔·格林布拉特：对于价值投资者来说，错误估价的风险是这一思维过程的组成部分。

从向上倾斜的资本市场线来看，潜在收益增长代表了对新增风险承担的补偿。除了那些能够创造“α系数”或能够找到使用α系数的投资经理的人，投资者不应期望在不承担新增风险的情况下获得增值收益。若要承担新增风险，必须要求风险溢价。

但是，在市场兴衰的某些时间点上，人们通常会忘记这一事实而承担过多的风险。简而言之，在牛市中——通常是在牛市已经持续一段时间的时候——人们往往会说：“风险是我的朋友。承担的风险越多，收益就越大。给我更多的风险吧。”

霍华德·马克斯：最危险的事：过高的价格源于投资者过于乐观的预期，投资者过于亢奋的情绪往往是由于缺乏风险规避的意识。懂得风险规避的投资者清楚亏损的隐患，并且会以合理的价格来补偿其所承担的亏损隐患。当投资者未能采取足够的风险规避措施时，他们就需要承担过高的价格。

事实上，风险容忍是成功投资的对立面。当人们不再担心风险的时候，他们会在不要求补偿的情况下接受风险……风险溢价便不复存

在。这是一种简单而必然的关系。当投资者无所畏惧、容忍风险的时候，他们就会买进高市盈率的股票和高EBITDA（现金流，定义为税息折旧及摊销前利润）的私营公司，疯抢收益率差较窄的债券和最低“资本化率”（营运净收入与价格的比值）的房地产。

普遍相信没有风险本身就是最大的风险，因为只有当投资者适当规避风险时，预期收益中才会包含风险溢价。希望将来的投资者能畏惧风险并要求风险溢价，而我们应继续警惕他们做不到这一点。

《太多错误与狂热》，2009年7月8日

克里斯托弗·戴维斯：对此，有一个很好的类比。研究显示，与普通的小汽车相比，越野车涉及的交通事故更多，尽管越野车更大更结实。越野车司机认为自己没有发生交通事故的风险，从而会危险驾驶。安全感有可能会增加风险，而风险意识则会降低风险。

霍华德·马克斯：最危险的事：“普遍相信没有风险则是最大的风险。”本段开头的这句话很有价值。它给出了一个极好的例子，强调了投资者的行为方式创造了他们所面临的风险。无忧无虑才是真正最危险的事。

因此，产生风险的首要因素是认为风险很低甚至已经被完全消除的意识。这一意识推高了价格，导致了低预期收益下的冒险行为。

2005—2007年，在相信风险已被消除的信念下，资产价格达到泡沫水平，从而导致投资者采取了事后被证明是冒险的行动。这是所有过程中最危险的一环，并且有显著的复发倾向。

霍华德·马克斯：最危险的事：在我的职业生涯中，我曾经看到“风险已经被消除，周期不再存在，经济规律不会起作用”这一观点有所抬头。经验丰富、具备风险意识的投资者认为这预示着更大的危险。

在过去几年里，最诱人且危险的一个神话是全球性风险降低，理由是：

- 经济周期风险已被美联储管理层机敏地化解了。

- 风险已因全球化而在世界范围内分散，而并非地域性集中。

• 证券化和企业联合化已将风险分散至多个投资者身上，而不是集中在几个市场参与者身上。

• 风险已被“分级”到有能力承担风险的投资者身上。

• 杠杆风险已经较低，因为利率和贷款期限对借款人更加宽松。

• 杠杆收购更加安全，因为被收购公司的基本面更加强劲。

• 做多（做空）投资和绝对收益投资以及为对冲风险而设计的衍生品能够对冲风险。

• 计算机、数学、模型的发展已经使市场更容易被理解，因而风险更低。

乔尔·格林布拉特：在评估各种分散投资的真正好处时，这样的想法是非常重要的。

《养老金与投资》杂志（2007年8月20日）有一个恰当的比喻：“吉尔·弗瑞斯顿是举国公认的雪崩应对专家……她知道这样一种道德风险：更好的安全装备可能吸引登山者承担更多的风险——实际上会令他们更不安全。”与赚钱机会类似，市场的风险水平源自参与者的行为，而不是证券、策略和机构。无论市场结构被设计成什么样子，只有在投资者行为审慎时，风险才会较低。

总而言之，关于风险控制的神话很少有成真的。风险是不能被消除的，它只能被转移和分散。令这个世界看起来风险更低的进展通常是虚幻的，由此呈现出的美好景象往往有导致风险增高的倾向。这些都是我们在2007年得到的重要教训。

《现在一切都很糟》，2007年9月10日

认为风险已经消失的看法是最危险的风险源头之一，也是促成泡沫的主要因素。在市场的钟摆达到最高点时，认为风险很低以及投资一定能获利的信念令人们激动不已，以致他们丧失了对损失应有的警惕、担忧及恐惧，只对错失机会的风险耿耿于怀。

霍华德·马克斯：最危险的事：2009年夏天，《纽约时报》邀请了十几个人分析经济危机的原因。我的回答于2009年10月5日发

表在dealbook.com上，标题是“信任过多，担忧太少”，指出无忧无虑的投资者自身就是自己最大的敌人。

> 近期危机发生的主要原因是，投资者对新奇、复杂、危险的事情的涉足比以往任何时候都多。他们过度使用杠杆，在流动性差的投资上投入过多资本。他们为什么要这么做呢？因为他们相信得太多，担心得太少，以至于承担的风险过多。简而言之，他们相信自己生活在一个低风险世界里……
>
> “担忧”，以及相关词汇——“不信任”“怀疑”“风险规避”，是一个安全的金融体系必不可少的组成部分。“担忧”能够阻止高风险贷款的发放，阻止企业超出付息能力的过度借款，阻止投资组合过度集中，阻止未经证实的计划成为受人追捧的狂热。当“担忧”和“风险规避”适时出现时，投资者会怀疑并进行调查、审慎行动。如果是这样的话，人们就不会进行高风险投资了，或者他们会在预期收益时，要求高风险投资提供适当的补偿。
>
> 只有当投资者有效地规避风险时，市场才会提供适当的风险溢价。当“担忧”不足时，高风险借款人和可疑计划将更容易获得资金，金融体系将变得岌岌可危。会有过多的资金去追逐风险以及新生事物，从而推高资产价格，降低预期收益和安全性。
>
> 显然，在本次危机发生之前的数月乃至数年里，鲜有参与者表现出应有的担忧。
>
> 《试金石》，2009年11月10日

投资风险主要源自过高的价格，过高的价格往往源自过度乐观、怀疑不足以及风险规避不足。可能的基本因素包括安全投资的低预期收益、高风险投资近期的良好表现、强劲的资金流入以及贷款的易得性。关键在于理解到底是什么在影响这类事件的发生。

投资的思维过程是一个连锁过程，每一项投资都会设定下一项投资的要求。以下是我在2004年对这一过程所做的描述：

> 我会用前几年的“代表性”市场阐明投资思维在现实生活中的思考过程。假设30天国债的利率是4%。投资者说：“如果要我拿出钱买5年期国债，那么我需要5%的利率。如果买10年期国债，那么我必须得

到6%的利率。”到期日较长时，投资者会要求更高的利率，因为他们关心购买力风险（一种假设会随着到期日的来临不断增加的风险）。这就是为何收益率曲线（实际上是资本市场线的一部分）通常随着资产寿命的增长而向上倾斜的原因。

现在，让我们来考虑信用风险因素。“如果10年期国债的利率是6%，那么除非A级企业承诺7%的利率，否则我是不会买进它的10年期债券的。”这就引入了信用利差的概念。我们假定的投资者需要100个基点才会从“政府”转向“企业”。如果投资者就此达成共识，那么这就是利差。

非投资级债券的情况如何呢？“除非我能得到的利率超过具有相同到期日的国债的利率600个基点，否则我是不会碰高收益债券的。”因此高收益债券需要12%的利率，即与国债之间达到6%的利差，才能吸引买家。

现在抛开固定收益不谈。问题越发困难了，因为你不可能知道投资（如股票）的预期收益（简单来说，这是因为它们的收益是推测出来的，而不是“固定”的），但是投资者对此有一定的判断。“标准普尔股票的历史收益率为10%，那么只有在我认为这些股票还会保持这样的表现时我才会买进……高风险股票的收益应该更高，除非得到13%的收益率，否则我是不会买在纳斯达克上市的股票的。”

“如果我能从股票上赚到10%的收益，那么我需要15%的收益率才能接受缺乏流动性和确定性的房地产。如果是进行收购，那么收益率要达到25%……只有30%的收益率才能诱使我去进行风险投资，因为风险投资的成功率非常低。”

这就是我们所假设的投资思维过程，事实上我认为大体上的确是这样的（尽管必要条件往往不尽相同）。结果是一条大部分人都熟悉的资本市场线（如图6–1所示）。

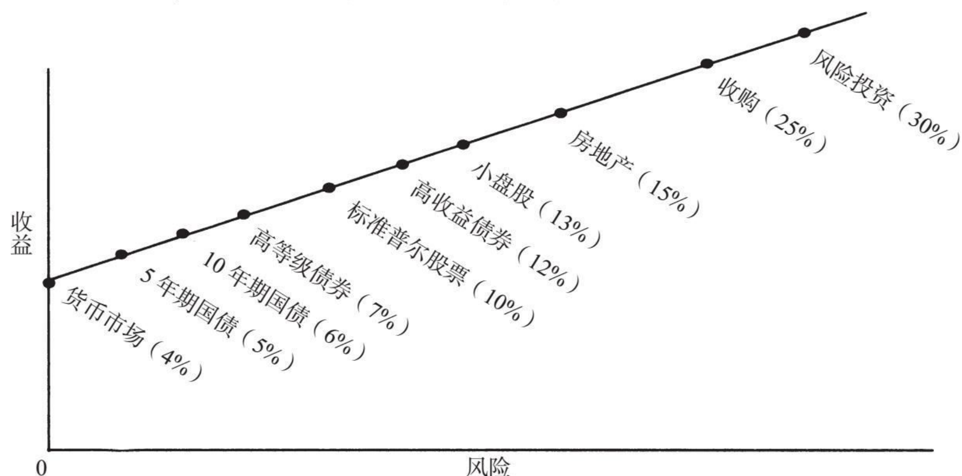



**图6–1**

当前关于投资收益的一大问题来自这一思维过程的起点：无风险利率不是4%，而是接近1%……

愿意接受时间风险的一般投资者仍然想要更高的收益，但若以1%的起点计，那么4%的利率（而不是6%）才是10年期债券的应有收益。没有6%到7%的收益，他们就不会投资股票；收益率低于7%的垃圾债券不值得投资；房地产必须有8%左右的收益率；收购必须承诺15%的收益率才能保持吸引力等。因此，我们现在得到了一条如图6–2所示的资本市场线，它表现得较低、较平。

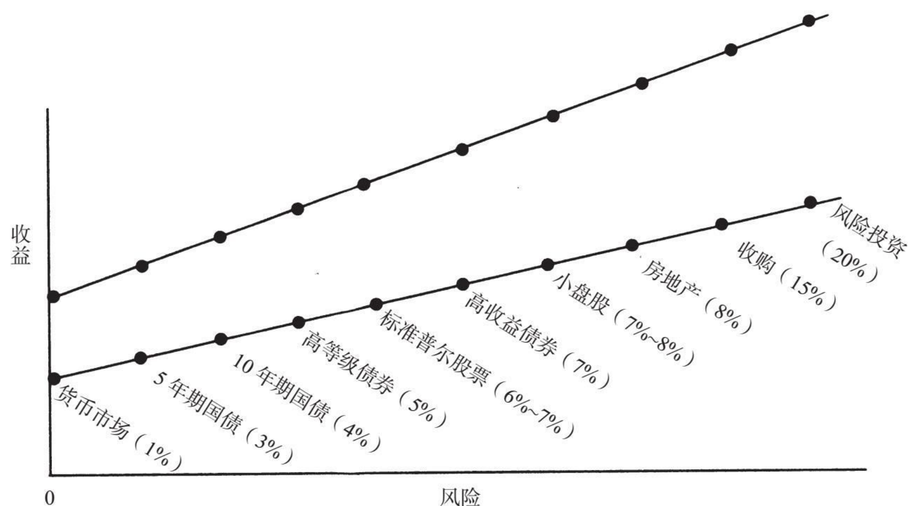



**图6–2**

资本市场线较低是因为以无风险利率为起点的收益率更低的缘故。尽管每项投资都必须与其他资产竞争资本，但是在这一年里，由于低利率，风险性依次递增的各项投资的门槛已经比我的投资生涯中的任何时候都低了。

> 乔尔·格林布拉特：这也许是在提示，当使用无风险利率评估风险较高的投资时，应该对无风险利率加以规范。

目前，资本市场线不仅表现为收益较低，而且还有许多其他因素共同导致了资本市场线趋于平坦。（这是很重要的，因为直线的斜率，即预期收益随着每单位风险的增加而提高的幅度，决定了风险溢价的量。）首先，投资者一直希望尽可能避免低风险、低收益的投资……其次，在超过20年的时间里，高风险投资一直有着丰厚的回报，尤其是在2003年。因此，比起其他风险补偿较少的投资，高风险投资或许对投资者的吸引力更高（或受到的排斥较少）……最后，今天的投资者认为风险是相当有限的。

总而言之，按照“宽客”们的话来说，就是风险规避情绪下降了。投资者的心理已经发生了某种奇妙的变化，“不管价格高低，我都不会碰它”已经转变为“对我来说，它似乎是一项可靠的投资”。

《当今的风险与回报》，2004年10月27日

这一“富集”过程最终导致市盈率高企、信用利差收窄、投资者行为散漫、杠杆滥用以及对各种类型投资工具的强烈需求。这些结果在推高价格、减少预期收益的同时，还创造了一个高风险环境。

风险对投资者来说极为重要，同时也是短暂而不可衡量的。所有这一切都导致风险极难被识别，特别是当投资者情绪高涨的时候。但投资者必须能识别风险。在以下这一段写于2007年7月的文章里，我会带你了解当时我们在橡树资本管理公司评判投资环境与“风险情绪”的过程。在不同的时间里，细节可能有所不同，但是我希望这个关于思维过程的例子能有所帮助。

> 我们现在处于什么状态（2007年年中）？在我看来，这个问题不难回答。我看到怀疑、恐惧和风险规避都处于较低水平。多数人通常愿意进行高风险投资，因为传统、安全的投资的承诺收益少得可怜。事实就是这样，尽管对安全投资缺乏兴趣并接受高风险投资的行为，已经导致风险——收益曲线的斜率相当平缓。风险溢价已经普遍达到迄今为止我所见过的最低水平，但是很少有人做出拒绝新增风险的反应……
>
> 近期市场随着利好因素上涨，并轻易地从利空因素的影响中得以恢复。我看到市场上很少有人急于摆脱资产，强制卖家也寥寥无几；相反，人们对多数资产都有着强烈的需求。因此，我知道，在证券市场上定价过低是不存在的。
>
> 这就是市场的本来面目。我们一直生活在乐观时期。市场周期的钟摆一直在强有力地向上摆动。价格高涨，风险溢价降低。信任代替了怀疑，热切取代了含蓄。你是赞同还是不赞同这样的市场呢？这就是关键问题所在。先回答好这个问题，投资的含义便一目了然了。
>
> 2007年第一季度，次贷领域发生了大规模违约，这直接牵涉到大量资金损失，观者担心这一影响会向其他经济领域和市场蔓延。第二季度，影响已经达到投资次级抵押贷款组合的担保债务凭证（CDOs，一种被划分为若干“部分”的结构性投资工具）以及购买了担保债务凭证的对冲基金（包括贝尔斯登旗下的两个基金）。那些不得不清算资产的人就像以往在困难时期那样，被迫卖出他们所有能够而并非愿意卖出的东西，且不仅仅是与次贷相关的不良资产。我们开始看到有关调低评级、追缴保证金的通知和大甩卖的消息，资本市场的燃动力彻底崩溃了。在过去的几周里我们开始看到，在新的低评级债务债券被

重新定价、推迟或取消发行，以及过桥贷款不再进行贷款重组的情况下，投资者对增长已经持有保留态度。

投资者在过去的4年半里度过了无忧无虑的幸福时光，但这并不意味着会永远这样。按照惯例，我会用沃伦·巴菲特的一句话收尾：“只有当潮水退去的时候，你才会发现谁在裸泳。”盲目乐观的人请注意：永远涨潮是不可能的。

《一切都好》，2007年7月16日

需要着重指出的是，在我2007年7月的备忘录里，没有任何注解和警告对未来做了任何预测。你只需事先知道：了解当前正在发生的一切，便能窥见崩溃的端倪。

风险实现远比风险感知来得简单直接。人们过高地估计了自己认识风险的能力，过低地估计了规避风险所需的条件。因此，他们在不知不觉中接受了风险，由此促进了风险的产生。这就是为什么必须用超乎寻常的第二层次思维来思考这个问题的原因所在。

当投资者的行为改变市场时，风险就加大了。投资者哄抬资产价格，促使本应在未来出现的资产升值出现在当下，预期收益因此而降低。随着心理的强化，更加大胆而无畏的投资者不再要求充足的风险溢价。最终的讽刺性结果是，随着承担新增风险的人越来越多，承担新增风险的回报却不断缩水。

因此，市场不是一个供投资者操作的静态场所，它受投资者自身行为的控制和影响。不断提高的自信应带来更多的担忧，正像不断增加的恐惧和风险规避共同在降低风险的同时增加风险溢价一样。我将这种现象称为“风险的反常性”。

乔尔·格林布拉特：这是一个很好的说法，在市场大幅下跌后，鼓起勇气去购买低价股时要牢记它。

霍华德·马克斯：最危险的事：我很赞同“风险的反常性”这个提法。当投资者感到风险高时，他们就会试图去降低风险。但是，当投资者认为风险低时，他们就会创造出危险的条件。市场是动态的而不是静止的，它的行为表现是反直觉的。

“任何价钱我都不会买进——所有人都知道风险太大了。”在生活中我听到过很多次这样的话，而它已经为我提供过最好的投资机会……

事实上，大众误解风险至少像他们误解收益一样频繁。认为某种东西过热而无法应对的共识几乎总是错的，事实通常是它的对立面。

我坚信，最大的投资风险存在于最不容易被察觉的地方，反之亦然：

• 在所有人都相信某种东西有风险的时候，他们不愿购买的意愿通常会把价格降低到完全没有风险的地步。广泛的否定意见可以使风险最小化，因为价格里所有的乐观因素都被消除了。

• 当然，正如漂亮50投资者的经历所证明的，当人人都相信某种东西没有风险的时候，价格通常会被哄抬至蕴含巨大风险的地步。没有风险担忧，因此也就不提供或不要求风险承担的回报——“风险溢价”。这可能会使受人们推崇的最佳资产成为风险最高的资产。

> 乔尔·格林布拉特：这一思维过程在个人投资者中间很普遍。
>
> 对于很多人来说，这是他们在投资过程中存在的根本缺陷。

存在这一矛盾的原因是大多数投资者认为风险与否的决定因素是质量而不是价格。但是，高质量资产也可能是有风险的，低质量资产也可能是安全的。

> 克里斯托弗·戴维斯：我同意——很多危险源于“质量”。首先，“高质量投资”有一种不正确的假设或暗示，并由此产生了另一种不正确的假设或暗示：进行“高质量投资”的风险更低。正如马克斯在这里一针见血地指出，“高质量”公司经常进行高价交易，以致成为糟糕的投资。其次，“高质量”这个词带有一种倾向性，包含着后见之明的偏见或“成见效应”。通常，人们提到的“高质量”公司指的是过去表现良好的公司。未来往往大不相同。许多曾经被认为是“高质量”“基业长青”的公司早已不复存在！因此，投资者应避免使用“质量”这个词。

所谓的质量，不过是为资产所付出的价格问题……因此，狂热的公众意见不仅是潜在的低收益的源泉，还是高风险的源泉。

《人人都知道》，2007年4月26日

# 07
# 控制风险

> 归根结底，投资者的工作是以盈利为目的聪明地承担风险。能够出色地做到这一点，是最好的投资者与其他投资者之间的区别。

在我看来，杰出投资者之所以杰出，是因为他们拥有与创造收益的能力同样杰出的风险控制能力。

高绝对收益比高风险调整后收益的辨识度更高，更有诱惑力。这就是高收益投资者的照片出现在报纸上的原因。因为风险和风险调整后收益（即使在事后）的难以评估，又因为人们对管理风险的重要性普遍认识不足，所以投资者很少因为在这方面做得好而得到认可。在繁荣时期尤其如此。

> 克里斯托弗·戴维斯：例如，彩票赢家——然而，却没有人认为他们是投资大师。

但是在我看来，杰出投资者是那些承担着与其赚到的收益不相称的低风险的人。他们或以低风险赚到中等收益，或以中等风险赚到高收益。承担高风险、赚到高收益不算什么——除非你能坚持很多年，在那种情况下，“高风险”要么并不是真的高风险，要么就是被管理得很好。

想想那些公认的杰出投资者，沃伦·巴菲特、彼得·林奇、比尔·米勒和朱利安·罗伯逊，他们出色的投资记录源于他们在数十年的时间里没有大亏，而不仅仅是高收益。他们中的每个人可能都有一两年表现不佳的时候，但总的来说，他们应对风险的能力与他们赚取收益的能力一样强。



无论风险控制取得怎样的成绩，在繁荣时期是永远也表现不出来的，因为风险是隐蔽的、不可见的。风险——发生损失的可能性——是观察不到的，能观察到的是损失，而损失通常只在风险与负面事件相碰撞时才会发生。

这是非常重要的一点，我用几个类比来明确这一点吧。细菌引起疾病，但细菌本身并不是疾病，我们认为疾病是细菌入侵的结果。加州的住房是否有会在地震时引起坍塌的建筑缺陷，只有在发生地震时才能知道。

同样，损失发生在风险与逆境遭遇的时候。风险是出现问题时发生损失的可能性。只要一切运转正常，就不会发生损失。只有在环境中出现负面事件时，风险才会造成损失。

我们必须记住，有利环境只是当天（或当年）可能实现的环境之一。（这就是纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的未然历史思想，详见第16章。）过去没有出现不利环境，不代表不可能出现不利环境，因此，过去没有出现不利环境不代表不需要风险控制，即使结果显示当时可以不必进行风险控制。

重要的是要意识到，即使没有发生损失，风险也有可能存在。因此，没有损失并不一定意味着投资组合是安全的。风险控制可以在繁荣时期存在，但它是观察不到的，因为得不到验证，所以风险控制是得不到认可的。只有训练有素、经验丰富的观察家才有可能在繁荣期审视投资组合，并预测它是低风险性的还是高风险性的。

为了保证投资组合撑过困难期，一般来说，投资组合必须配以良好的风险控制。然而，如果投资组合在繁荣期表现良好，那么我们便无从判断风险控制是存在但不需要的，还是缺乏的。总而言之：风险控制在繁荣期是观察不到的，但依然是必不可少的，因为由盛转衰是轻而易举的。



那么，“做得好”的定义是什么呢？

多数观察家认为，无效市场的优势在于投资经理可以将特定风险作为基准，并在此基础上取得更好的收益率。图7–1就代表了这种观点，它描绘出了一位投资经理的“α”系数，即利用技术所得到的附加价值。

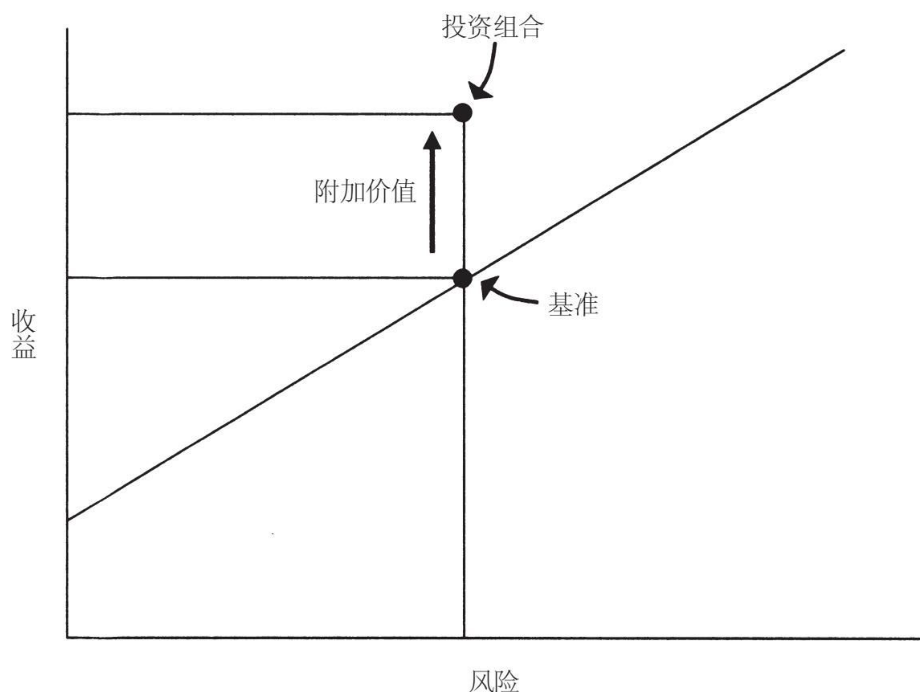



**图7–1 投资经理的“α”系数I**

这位投资经理做得不错，不过我认为这只是故事的一半——在我看来不算精彩的一半。一个训练有素的投资者在无效市场中取得与基准相同的收益，同时承担更低的风险，我认为这才是了不起的成就（见图7–2）。

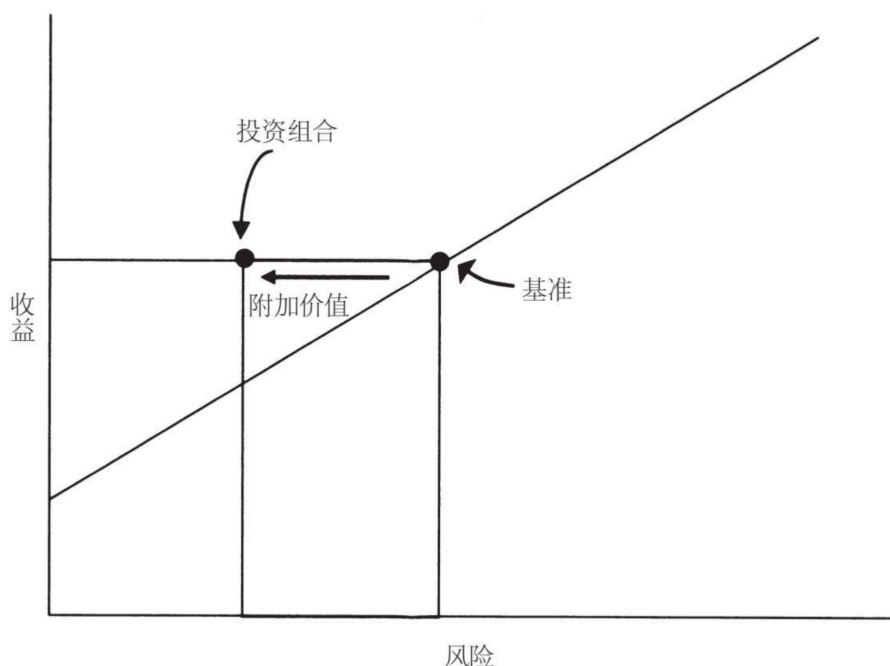



**图7–2 投资经理的“α”系数II**

在这里，这位投资经理的附加价值不是通过在给定风险下获得更高的收益来实现的，而是通过在给定收益下承担更低的风险来实现的。他同样做得不错——甚至也许做得更好。

“做得好”的定义有一定的语境，取决于你怎样看待这两幅图。不过，我认为从根本上降低风险是投资取得巨大成功的基础，所以我认为这一概念应得到更多的重视。在牛市充分盈利，同时也要在熊市取得良好业绩，你觉得这种想法怎么样？在取得牛市收益的同时承担低于市场的风险……绝非易事。

《收益、绝对收益与风险》，2006年6月13日

> 乔尔·格林布拉特：通常，这样的能力与评估经理人的投资进展有关，而不是源于分析相对于基准的收益。

现在，让我们回到尚未入侵的细菌或没有发生的地震上。优秀的建筑师能够避免建筑缺陷，而糟糕的建筑师会引入建筑缺陷。在没有地震的时候，

你无法辨别其中的差异。

同样，优秀的投资者获得的收益可能并不比别人高，但他们在实现同等收益的前提下承担了较低风险（或以相当低的风险实现了稍低于其他人的收益）。当然，在市场平稳或上涨时，我们无从得知投资组合的风险有多大。这就是沃伦·巴菲特所观察到的，除非潮水退去，否则我们无从分辨游泳者中谁穿着衣服，谁又在裸泳。

以较低风险实现与其他风险承担者相同的收益是一项杰出的成就，但在多数情况下，这种微妙而隐性的成就只有经过复杂的判断才能被体会到。

一般来说，市场所经历的繁荣期多于衰退期。在衰退期，风险控制的价值是通过损失减少来体现的，所以风险控制的成本——表现为放弃收益——有可能看起来过高。在市场繁荣期，有风险意识的投资者必须用“自己是在知道投资组合中存在风险的情况下而获利”的想法来满足自己，即使风险控制是不必要的。他们就像小心翼翼的房屋业主，买下保险并为得到了适当的保护而感觉良好……即使当时没有发生火灾。

控制投资组合风险是一项非常重要而有价值的工作。然而，风险控制的成果仅仅表现在并未发生的损失上。在繁荣期进行这种“如果……将会……”的推断是很难的。

> 保罗·约翰逊：这是风险管理的终极悖论。

承担风险而不自知，可能会铸成大错，但这正是人们在买进风靡一时、备受推崇以及“绝不可能出问题”的证券时不断在重复的事。另一方面，以盈利为目的、聪明地接受公认的风险是最明智、最有利可图的投资的基础——即使（或许正是因为）大多数投资者将其视为危险性投机而回避。

归根结底，投资者的工作是以盈利为目的并聪明地承担风险。能够出色地做到这一点，是最好的投资者与其他投资者之间的区别。

以盈利为目的并聪明地承担风险是什么意思呢？让我们以人寿保险为例。在知道人人都会死亡的前提下，美国人寿保险公司——美国最保守的公司——如何为人们的生命提供保险？

• 他们知道风险。他们知道人人都会死亡，因此在他们的算法里已将

这一事实考虑在内。

• 他们能够分析风险。他们会请医生评估申请人的健康状况。

• 他们能够分散风险。他们有意识地混合了不同年龄、性别、职业、居住地的投保人，以保证自己不会遭遇罕见事件与大规模损失。

• 他们确信会为承担风险得到良好补偿。他们设定的保费能够确保他们在投保人以精算表上的平均年龄死亡时盈利。如果保险市场是无效的——举例来说，如果公司能按照假定在70岁身故的保费把保单卖给一个可能会在80岁身故的人——他们就能更好地防范风险，并在事态按照预期发展时（投保人在80岁身故）获得超额利润。

在高收益债券领域及制定橡树资本管理公司的其他投资策略时，我们就是这样做的。我们努力识别风险。考虑到我们的工作涉及不少被某些人简单地称为“高风险”的资产，这一点是非常重要的。我们聘请训练有素的、具备分析投资与评估风险能力的专业人士。我们酌情分散投资。我们只有在确信可能的收益能远远弥补所承担的风险时才进行投资。

多年来我一直在说，高风险资产如果足够便宜，就能成为好的投资。关键在于知道何时会出现这样的结果。很简单：以盈利为目的并聪明地承担风险，长期反复成功的事实就是最好的验证。

《风险》，2006年1月19日



尽管风险控制非常重要，但风险承担本身谈不上明智与否，它是多数投资策略和投资利基必不可少的组成部分。人们在承担风险时，可能做得很好，也可能做得很差；可能时机恰当，也可能时机不当。在风险可控的情况下，如果你有足够的技术协助你获得更有利的利基，那就最好不过了。但是，潜在隐患也很多，而这些隐患是必须要避免的。

谨慎的风险控制者明白自己不知道未来。他们明白未来可能包含一些负面结果，但不知道结果会坏到什么程度，也不知道结果发生的精确概率是多少。因此，最大的难题是无从知晓“多坏算坏”，继而造成决策失误。

极端波动和极端损失极少出现。如果随着时间的推移，它们一直没有出现，那么看起来它们似乎越来越有可能永远不会出现——这一关于风险的假设太保守了。因此，放宽政策和提高杠杆就越发变得有吸引

力，并且往往就在风险终于抬头的关键时刻成为现实。正如纳西姆·尼古拉斯·塔勒布在《随机漫步的傻瓜》中所写的：

现实比俄罗斯转盘残酷多了。首先，现实很少射出致命的子弹。就像一把枪膛里可以装下几百发甚至上千发而不只是6发子弹的左轮手枪，试过几十次之后，人们便忘记了子弹的存在，误以为自己很安全……其次，俄罗斯转盘这类游戏的规则非常明确，只要会6的乘除法的人都能看到风险，但人们却看不到现实生活举起的枪口……于是，人们在不知不觉中就玩起了俄罗斯转盘——只不过以“低风险”的名字称呼它而已。

2004—2007年，金融机构玩了一场自以为是低风险游戏的高风险游戏，就是因为他们假设的损失与波动太低了。当时他们只消说：“这些东西是有潜在风险的。房价涨得太高了，抵押贷款太容易拿到了，所以房价可能会普遍下跌。因此，我们承担的风险只要达到取得过去的业绩所承担风险的一半即可。”我们也将会看到一派完全不同的景象。

“他们应该做更保守的假设”说起来容易，但是要保守到什么程度呢？你不可能在最坏情况假设的基础上经营企业，否则你什么事都做不了。况且“最坏情况假设”的说法并不确切；除非完全损失，否则最坏情况是不存在的。现在我们知道，宽客们不应假设房价不可能出现全国性下跌。但是，在你最初假设可能出现房价下跌时，你为下跌做好了多少准备？2%？10%？50%？

保罗·约翰逊：这是评估风险时的关键问题。

2008年的新闻头条里充斥着各种实体大规模亏损甚或倒闭的消息，因为其资产是杠杆买进的……这些投资者所承担的杠杆可能适用于中等波动的资产，但他们却将杠杆用到有史以来波动性最大的资产上面。“他们做错了”这句话说起来是容易的，但是期望他们应早早做好应对特殊事件的准备，是否合理呢？

如果每个投资组合都必须具备能力承受我们今年（2008年）所目睹的这种程度的衰退，那么人们可能就不会采用任何杠杆了。这是一种合理的反应吗？（事实上，即使不用杠杆，可能也没有人在这些资产类别上投资。）

在生活的方方面面，我们都是基于可能发生的事件来做决定的，而可能发生的事件在很大程度上以过去经常发生的事件为基础。我们预

期，结果在大多数时间里接近峰值（A），并且我们知道看到较好（B）或较坏（C）的结果并非不常见。尽管我们应牢记偶尔会出现正常范围（D）之外的结果，但我们往往会忘记离群值。重要的是，正如近期事件所表明的，我们很少考虑百年一遇或从不发生的结果（E），见图7–3。

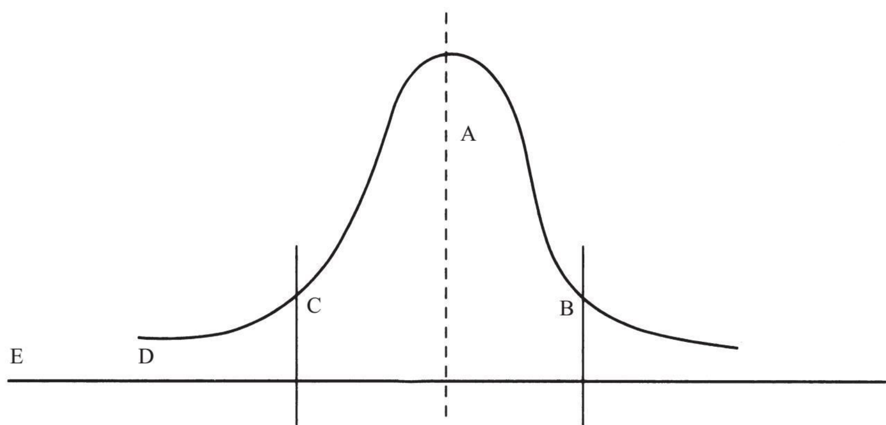



图**7–3** 预期的可能性

即使意识到异常、罕见的事件有发生的可能，为了付诸行动，我们也要做出合理的决策。如果回报丰厚，我们就会有接受这种风险的心理准备。“黑天鹅”事件偶有发生。但如果我们总说“不能做这，不能做那，因为结果可能会比以往任何时候都坏”，那么我们将一事无成。

所以，对于大多数事件你不能做最坏情况的准备。做好应对几十年一遇的事件的准备应该就够了。但几十年不是永远，并且事件会有多次超出标准的时候。这种情况下你该怎么做呢？以前我一直在苦苦思索的是，一个人到底应该为可能性不大的灾难做多少准备。而包括2007—2008年所发生的事件在内的一切都表明，答案并没有那么简单。

《波动＋杠杆＝炸药》，2008年12月17日

鉴于本章前面介绍的风险的多变性，我要明确一下风险控制与风险规避之间的重要区别。风险控制是规避损失的最佳方法。反之，风险规避则很有可能会连同收益一起规避。有时候，我会听到关于橡树资本管理公司故意规避投资风险的议论，我非常不赞同这样的说法。

显然，橡树资本管理公司不逃避风险。在时机、形势和价格都合适的情况下，我们欢迎风险。我们能轻而易举地规避所有风险，你也能做到。但是这样一来，我们肯定会同时将高于无风险利率的收益一起规避掉。威尔·罗杰斯说过：“有时你必须爬上枝头，因为果实就在那里。”在我们这一行里，没有人愿意只获得4%的收益率。

保罗·约翰逊：马克斯很清楚这其中的区别。风险控制不是风险规避，“合适的价格”是其中最重要的部分。

因此，尽管橡树资本管理公司的投资理念强调“风险控制的重要性”，但它与风险规避完全没有任何关系。

客户付给我们高薪，为的是让我们通过承担风险——特别是承担其他人极其厌恶的风险——努力为他们带来价值的增值。制定这样的方针后，风险在我们的投资过程中的重要性是显而易见的。

德勤公司的里克·芬斯顿在一篇文章（名为“当企业风险变为个人风险时”，《企业董事》，2005年特刊）里所说的话升华了本篇备忘录的主旨：“你需要感到安慰的是……风险和风险敞口是可以理解的，是可以适当管理的，是可以对所有人更加透明的……这不是风险规避，这是风险智能。”这就是橡树资本管理公司每天为之奋斗的目标。

《风险》，2006年1月19日

贯穿长期投资成功之路的，是风险控制而不是冒进。在整个投资生涯中，大多数投资者取得的结果将更多地取决于致败投资的数量及程度，而不是制胜投资的伟大。良好的风险控制是优秀投资者的标志。

乔尔·格林布拉特：关于负收益率投资组合的计算有助于证实这一结论。（例如，某年造成的40%的亏损需要67%的收益才能完全抵补。）

# 08
# 关注周期

> 我认为，牢记万物皆有周期是至关重要的。我敢肯定的东西不多，但以下这些话千真万确：周期永远胜在最后。任何东西都不可能朝同一个方向永远发展下去。树木不会长到天上。很少有东西会归零。坚持以今天的事件推测未来是对投资者的投资活动最大的危害。

在投资界浸淫的时间越长，我对事物的基本周期就越重视。2001年11月，我用了整整一篇备忘录来探讨这个话题。我借用三商美邦人寿保险公司的广告语，给备忘录起名为“你不能预测，但你可以准备”，因为我完全赞同他们的宗旨：我们永远不知道未来会发生什么，但是我们可以为可能性做好准备，减少它们所带来的痛苦。

在投资中就像在生活中一样，完全有把握的事非常少。价值可以消失，预测可能出错，环境可以改变，“有把握的事”可能失败。不过无论如何，我们有信心把握住的概念有两个：

- 法则一：多数事物都是周期性的。
- 法则二：当别人忘记法则一时，某些最大的盈亏机会就会到来。

很少有事物是直线发展的。事物有进有退，有盛有衰。有些事情可能在开始时进展得很快，然后却放慢了节奏；有些事情可能在开始时慢慢恶化，然后突然急转直下。事物的盛衰和涨落是基本原理，经济、市场和企业同样如此：起伏不定。

我们这个世界存在周期的基本原因是人类参与。机械性的东西会走一条直线。时间只会向前持续不停地运动。只要有充足的动力，机械也会这样持续不断地运转。但是历史和经济这些与人有关的发展过程，其运动轨迹不是一条直线，而是多变的曲线，它们的变化有周期性。我觉得这是因为，人是情绪性的，很难一直保持客观，不会始终保持一致，也不会一直稳定

不变，人经常是反复无常的。

客观因素确实在周期中扮演着一定分量的角色，比如量化关系，世界性事件，环境变化，科技发展，公司决策等。这些客观因素都会影响周期，但是人在分析这些客观因素时，心理和情绪会起作用，导致投资人过度反应或者反应不足，从而决定周期波动的幅度会过大或过小。

如果人们感觉良好，觉得事情进展得顺利，就会对未来非常乐观。他们的行为也会受到这种乐观心态的强烈影响。他们会花更多钱，存更少钱。他们会借钱来满足个人享受，或者借钱来提高自己的盈利能力，尽管这样做会让他们的财务状况更加危险（当然像风险这样的概念，人们在满心乐观的时代，就会通通忘记了）。然后，他们变得愿意为得到现在的价值，或者为得到未来的价值，支付更高的价格。

所有这一切都可能会在一秒钟之内发生逆转。我最喜欢的卡通片里的一位电视评论员说过："昨天的一切市场利好对今天的市场没有一点儿好处。"周期的极端性主要源自人类的情绪与弱点、主观与矛盾。

> 周期是可以自我修正的，周期的逆转不一定依赖外源性事件。周期的发展趋势本身就是造成周期逆转（而不是永远向前）的原因。因此，我喜欢说的一句话是，祸兮福之所倚，福兮祸之所伏。
>
> 《你不能预测，但你可以准备》，2001年11月20日

特别值得一提的是信贷周期，它具有必然性、极端波动性，也具有为适应它的投资者创造机会的能力。在所有的周期中，信贷周期是我最喜欢的。

> 涉足投资的时间越长，我对信贷周期的力量的印象就越深刻。只要经济有微小的动静，就能导致信贷可得性的巨大波动，并对资产价格及其背后的整体经济造成重大影响。
>
> 过程很简单：
>
> • 经济进入繁荣期。
>
> • 资金提供者增多，资本基础增加。
>
> • 坏消息极少，因此贷款风险与投资风险似乎已经减少。

• 风险规避消失。

• 金融机构开始扩大业务——确切地说，提供更多的资本。

• 金融机构通过降低必要收益（如降息）、降低信贷水平、为特定交易提供更多的资本以及放宽信贷条款来争夺市场份额。

最终，资本提供者开始为不具备资格的借款人和项目提供资本。正如早些时候《经济学人》所说的："最坏的贷款出现在最好的时候。"这一行为导致了资本损耗，即资本投资项目的资本成本超过其资本收益，最终导致没有资本收益。

保罗·约翰逊：如果没有吃过亏是很难完全理解这一洞见的。尽管在课堂上讨论这一话题时，学生们频频点头以示认同，但是，当他们成为投资者和银行家的时候，毫无疑问他们会重蹈覆辙。

当达到这个点时，前面所描述的上升段——周期的上升部分——会开始出现逆转。

• 损失导致借款人畏难回避。

• 风险规避增加，伴随着利率、信贷限制与条款要求的提高。

• 可得资本减少——在周期的谷底，只有资质最好的借款人（如果有的话）才能借到资本。

• 企业迫切需要资本。借款人无法展期债务，导致债务违约及企业破产。

• 这一过程导致并加剧经济萎缩。

当然，这一过程在达到极点时将会再次发生逆转。因为贷款或投资的竞争性较弱，所以使得高收益与高信誉成为可能。为了获取高收益，逆向投资者会在这个时候投入资本，有吸引力的潜在收益开始吸引资本。这样，经济复苏得到推动。

克里斯托弗·戴维斯：你再一次得到了较高收益和较低风险。

我在前面提到过，周期具有自我修正的能力。信贷周期通过上述过程来自我修正，而信贷周期是驱动经济周期波动的因素之一。繁荣导致

扩大借款，扩大借款导致轻率借款，轻率借款导致巨大损失，巨大损失导致借款人停止借款，停止借款导致繁荣结束，如此循环往复……

当下次出现危机的时候，你可以看看身边，也许你能找到一位贷款人。资本提供者的姑息纵容常常为金融泡沫推波助澜。近期有大量关于宽松信贷导致繁荣继而崩溃的著名例子：1989—1992年的房地产，1994—1998年的新兴市场，1998年的长期资本管理公司，1999—2000年的电影会展业，2000—2001年的风险投资基金和电信公司。在这些例子中，贷款人和投资者提供了过多的低息贷款，结果导致信贷过度膨胀和大规模亏损。在电影《梦幻之地》中，一个声音告诉凯文·科斯特纳："你建好了，他们就会来。"在金融领域里，只要你提供低息贷款，就会有人去借、去买、去建——通常漫无纪律，并带来不良后果。

《你不能预测，但你可以准备》，2001年11月20日

保罗·约翰逊：我再次为这本书所折服，10年前的备忘录读起来就像最近才写的一样鲜活，这份备忘录就是最好的例子。马克斯用以前的备忘录十分清晰地向我们展示了，历史总是重复的，或者说，人类有重复历史的倾向。

请注意，这篇写于十几年前的备忘录精确地描述了2007—2008年的金融危机的过程。我之所以能写出这样的话，并不是因为我有预测能力——而是因为我深谙永无止境的基本周期。

乔尔·格林布拉特：了解市场具有周期性规律且最终会自我修正的道理，可以在市场暴跌后寻找低价股时保持些许乐观情绪。

周期循环一再发生，永远不会停止。如果真有那种完全有效的市场，或者人们做的决策完全只靠数字计算而不动感情，那么也许真的会把周期（或者至少是走到极端的周期）驱逐出市场。但是永远不会有这种情况。

经济会有增长和下滑，因为人们的消费支出既会增长又会减少，而消费支出增加或减少，是因为人们对经济因素或者经济体系之外所发生的政治事件和自然事件所做出的情绪反应不同。在经济周期上行阶段，人们会预测未来形势一片大好，从而过度扩大生产设施和增加存货；而当经济掉头下行的时候，这些生产设施和存货会变得过剩，从而增加负担。银行在经济

增长良好的时候，会过度慷慨，企业能用很便宜的成本获得很多资金来进行过度扩张；而后来当事情变得不好的时候，银行又会收紧银根，再好的企业也难获得资本。当公司经营状况良好的时候，投资人会对公司的股票做过高估值；而当公司业务遇到困难的时候，投资人又会对公司的股票做过低估值。

> 塞思·卡拉曼：事实上，这是资本主义的基本特征。商品的过度供应导致价格下跌，利润减少。如果可能，那么商品供应者将停止扩张，开始紧缩。市场经济体制的反馈可以优化社会资源的使用，这是计划经济所不能实现的。

每隔10年左右，人们便会断言周期性的结束。他们认为，繁荣期会永无止境滚滚向前，或者不良趋势将得不到遏制。在这个时候，他们谈论的是“良性循环”或“恶性循环”——周期永远自发地朝着某一方向发展。

例如，1996年11月15日的《华尔街日报》报道了一个正在逐渐达成共识的观点：“从会议室到起居室，从国家机关到交易场所，一个新的共识正在形成——大而坏的商业周期已经被驯服了。”然而，在那之后的许多年里，真的出现过稳定而缺乏周期性的经济环境吗？1998年的新兴市场危机、2002年的经济衰退以及2008年的金融危机——第二次世界大战以来最严重的衰退，又该做何解释呢？

认为周期性已经结束的信念所体现的思维方式，基于一个危险的前提——“这次是不同的”。这6个字应该令任何了解过去、知道这种错误在不断重演的人心怀恐惧——或许还预示着盈利机会。因此，当出现这种形式的错误时，具有识别它的能力是至关重要的。

我最喜欢的书是一本名为《哦，真的吗？》的小册子，该书编著于1932年，内容是关于大萧条前的商界人士和政治领导人的智慧。从书中来看，即使是在当时，专家们对不受周期约束的经济的预测也从来没有停止过：

- 当前的繁荣是不会中断的。（迈伦·E.福布斯，皮雅士–雅路汽车公司总裁，1928年1月1日）
- 我不得不对“这个国家的繁荣必须而且必定会在未来减少和消退”的说法发出反对的声音。（E. H. H. 西蒙斯，纽约证券交易所总裁，1928年1月12日）
- 我们不过处在一个将载入史册的黄金时代的起点。（欧文·T.布什，

布什端子公司总裁，1928年11月15日）

• 国家的基本事务……都建立在一个健全而繁荣的基础之上。（赫伯特·胡佛总统，1929年10月25日）

有时候，当一个上行趋势或下行趋势持续的时间很长并（或）到达极端时，人们开始说“这次是不同的”。他们援引地缘政治、机构、技术或行为的变化，表明“旧规则”已经过时。他们做出投资决策，推断近期趋势。然而，随后的结果却证明了，旧规则仍然适用，周期重新开始。最终，树木没有长到天上，也很少有东西会归零，但大多数现象是有周期性的。

《你不能预测，但你可以准备》，2001年11月20日

我们的结论是，在多数时间里，未来看上去与过去极为相似，既有上行周期，又有下行周期。足以证明“一切会更好”的最佳时机是存在的，那就是当市场触底、人人都以廉价抛售的时候。危险发生在市场创纪录地触及以往从未达到过的高点的时候。这种情况过去有，未来也将会再次发生。

《这次会有不同吗》，1996年11月25日

忽视周期，简单地外推趋势，是投资人所做的最危险的事情。投资人的行为经常建立在一厢情愿的想法上：公司现在做得好，投资人就倾向于认为将来会一直这样好下去；投资的资产现在跑赢了市场，投资人就容易认为将来会一直跑赢市场。反过来也是一样的：公司现在做得不好，投资人就容易认为将来会一直不好下去；投资的资产现在跑输了市场，投资人就容易认为将来会一直跑输市场。其实，更有可能出现的情况完全相反。

霍华德·马克斯：最危险的事：在一切都运行得很顺利的时候，推算会引入巨大的风险。无论是公司的盈利能力、资本注入、价格上涨或市场流动性，这些被认为可以永远增长的因素，都将不可避免地回归平均值。

菜鸟投资人看到这种现象，也许会相信一些以前从来没有发生过的事情，比如他们认为从此没有周期。但是第二次，甚至第三次经历了周期后，这些投资人吃过亏了，上过当了，有经验了，就应该认识到像周期消失这种事，过去从来没有发生过，将来也永远不可能发生。认识到这一点，投资人以后做投资就有优势了。

下次，当你面对一个以“周期已经中断”为基础而建立起来的交易时，记住，要是你赌周期不会再来，那么你必输无疑。（《投资最重要的事》）

# 09
# 钟摆意识

> 当形势良好、价格高企时，投资者迫不及待地买进，把所有谨慎都抛诸脑后。随后，当周围环境一片混乱、资产廉价待沽时，他们又完全丧失了承担风险的意愿，迫不及待地卖出。永远如此。

我平生的第二份备忘录写于1991年，几乎通篇内容都和我在那些年里思考得越来越多的一个问题相关：钟摆式摆动的投资者态度与行为。

> 保罗·约翰逊：从本质上来说，第9章是前面三章与风险相关的内容的扩展，为如何分析当前市场的风险程度提供了非凡的洞见。

> 证券市场的情绪波动类似于钟摆的运动。虽然弧线的中点最能说明钟摆的“平均”位置，但实际上钟摆停留在那里的时间非常短暂。相反，钟摆几乎始终在朝着或者背离弧线的端点摆动。但是，只要摆动到接近端点时，钟摆迟早必定会返回中点。事实上，正是朝向端点运动本身为回摆提供了动力。
>
> 投资市场遵循钟摆式摆动：
>
> • 处于兴奋与沮丧之间。
>
> • 处于值得庆祝的积极发展与令人困扰的消极发展之间。
>
> • 处于定价过高与定价过低之间。
>
> 这种摆动是投资世界最可靠的特征之一，投资者心理显示，他们花在端点上的时间似乎远比花在中点上的时间多。
>
> 《第一季度表现》，1991年4月11日

13年后，我在另外一篇备忘录里再次详尽地探讨了钟摆问题。我在其中提到，除了前面这些元素，在贪婪与恐惧、看待事物的乐观与悲观、对未来

发展的信心与否、轻信与怀疑、风险容忍与风险规避之间，也存在着钟摆式摆动。

最后这一点——对待风险的态度上的摆动，是贯穿许多市场波动的主线。

如前所述，风险规避是理性市场中的重要组成部分，它的钟摆所处的位置尤为重要。不恰当的风险规避是市场出现过度泡沫或严重崩溃的主要原因。认为缺乏风险规避就是泡沫的必然标志有些过于简单化，但并不为过。另一方面，投资者在市场崩溃的时候会恐惧过度。即使价格已经完全反映了悲观情绪、估价已经低得离谱，过度的风险规避也会导致他们仍然不敢买进。

> 在我看来，贪婪与恐惧的循环是对待风险的态度改变所致。贪婪盛行，意味着投资者具有更安于风险和以获利为目的而承担风险的认知。相反，普遍恐惧则意味着对风险的高度厌恶。学者们认为投资者对待风险的态度是一成不变的，但实际上它的波动性非常大。
>
> 金融理论很大程度上建立在“投资者更倾向于风险规避”这一假设之上。也就是说，投资者“不喜欢”风险，若要他们承担风险，就必须以更高的预期收益来引诱——贿赂——他们。
>
> 从高风险投资中获得可靠的高收益是一对矛盾，但人们有时会忽视这些警告而过分安于风险，从而导致证券价格中包含的风险承担溢价不足以补偿所承担的风险。
>
> 总的来说，当投资者对风险容忍过度时，证券价格体现的是更高的风险而不是收益。当投资者过度规避风险时，价格体现出来的收益高于风险。
>
> 《良好平衡》，2004年7月21日

保罗·约翰逊：马克斯将风险与证券价格/价值直接关联在了一起，一般的金融理论并不会这样做，但这样对于投资者的理解极为重要。

对待风险的态度是所有钟摆式摆动中最强劲的一个。事实上，我最近将投资的主要风险归结为两个：亏损的风险和错失机会的风险。大幅消除其中任何一个都是有可能的，但二者是不可能被同时消除的。理想状态下，投资者会使两者达到平衡。但当钟摆摆动到最高点时，一种风险或另一种风险一次又一次地占据上风。举例来说：

• 在2005年、2006年和2007年年初，随着一切进展顺利、资本市场洞开，很少有人预料到损失可能就在眼前。许多必然存在的风险被抛诸脑后。投资者唯一担心的是自己可能会错失机会，如果华尔街推出新的金融神话，如果其他投资者买了而他们没有买，再如果这个神话的确成真了，那么他们可能就会错失先机。既然没有亏损的担忧，他们也就不再看重低价买进、适当的风险溢价或投资者保护。简而言之，他们当时的表现过于积极。

• 随后的2007年年末及2008年，随着信贷危机全面爆发，人们开始担心世界金融体系将彻底崩溃。没有人再为错失机会而忧心忡忡，钟摆已经摆动到了人们只怕赔钱的位置。于是人们开始规避所有哪怕有一点点风险的证券——无论它的潜在收益如何，并转向收益率几乎为零的政府证券。因此在这个阶段，投资者表现得恐惧过甚、卖出过急，投资组合的建仓也过于保守。

> 塞思·卡拉曼：保罗·艾萨克称之为“无收益风险”。
>
> 保罗·约翰逊：二者让我们重温了投资者在2008年金融危机之前所犯下的许多错误。

因此，过去几年里所发生的一切为我们提供了见证钟摆式摆动以及大众如何在错误的时间做错误的事情的清晰机会。当形势大好、价格高企时，投资者迫不及待地买进，把所有谨慎都抛诸脑后。随后，当周围环境一片混乱、资产廉价待沽时，他们又完全丧失了承担风险的意愿，迫不及待地卖出。永远如此。



在我的职业生涯初期，一位经验丰富的投资者告诉过我，牛市有三个阶段。在此与读者分享。

• 第一阶段，少数有远见的人开始相信一切会更好。

• 第二阶段，大多数投资者意识到进步的确已经发生。

• 第三阶段，人人断言一切永远会更好。

不必再浪费时间搜肠刮肚了，他已经说得非常全面了。关键是领悟其中的含义。

市场有自身的规律，由投资者的心理变化（而不是基本面改变）所致的市场评估指标的改变，是引起大多数证券的价格出现短期变化的原因。投资者心理的变化也呈钟摆式摆动。

股票在形势严峻时最便宜。沮丧的前景令投资者裹足不前，只有少数精明勇敢的便宜货猎手愿意建立新的仓位。或许他们的购买行为吸引了某些人的注意，又或许前景变得不再那么令人沮丧，无论如何，市场开始有了起色。

保罗·约翰逊：简短的描述进一步表明了马克斯关于金融危机的观点，短短几句话揭示出成功的投资所面临的挑战。对于普通投资者来说，在经济前景黯淡的情况下进行新的投资是很困难的。然而，正是这样的时刻才会带来最高的潜在收益。

随后，前景似乎变得逐渐明朗起来。人们开始意识到正在发生的进步，成为买家不再是那么难以想象的一件事。当然，随着经济与市场脱离危险，人们买进股票的价格逐渐反映出股票的公允价值。

最后，人们开始被胜利冲昏头脑。受到经济以及企业表现进步的鼓舞，人们开始踊跃地推测未来。人们激动（并且嫉妒）于早期投资者斩获的利润，迫切希望分得一杯羹。他们无视事物的周期性，断言收益将永远存在。这就是我为何喜欢“智者始而愚者终”这句古老谚语的原因。最重要的是，在大牛市的最后一个阶段，人们开始假设繁荣期将永远存在，并愿意以在此基础上确立的价格买进股票。

《你不能预测，但你可以准备》，2001年11月20日

霍华德·马克斯：最危险的事：当投资者相信情况只会越来越好的时候，就进入了最危险的阶段。这样的想法毫无意义，但大多数投资者会上当。这就是泡沫产生的原因——反之则会导致崩溃。

在我初次了解牛市三阶段的35年之后，在次贷的缺陷已经暴露、人们担心危机将会蔓延全球之后，我总结出了它的对立面——熊市的三个阶段：

• 少数善于思考的投资者意识到，尽管形势一片大好，但不可能永远称心如意。

• 大多数投资者意识到势态的恶化。

- 人人相信形势只会更糟。

> 毫无疑问，我们正在迈入这三个阶段中的第二阶段。到处都是坏消息和坏账冲销。越来越多的人意识到新产品、杠杆、衍生品、交易对手风险以及盯市会计准则的内在危害。无法解决的问题似乎越来越多。
>
> 总有一天我们会达到第三阶段。人们对解决问题不再抱任何希望。不过，除非金融世界真的就此结束，否则我们仍然有希望遇到千载难逢的投资机会。重大底部出现在人人都忘记潮水仍会上涨的时候。那就是我们期望的时机。
>
> 《潮退了》，2008年3月18日

就在我写下这段话的6个月之后，市场已经按部就班地迈入第三阶段。人们认为世界金融体系有彻底崩溃的可能。事实上，崩溃的第一步——雷曼兄弟公司的破产，对贝尔斯登、美林银行、美国国际集团、房利美、房地美、美联银行和华盛顿互惠银行的合并或援助——已经发生了。这是有史以来最严重的危机，因此投资者比以往任何时候都认同“人人相信形势只会更糟”的第三阶段。与此同时，许多资产类别的钟摆式摆动——从2008年下跌到最低点，投资机会出现，再到2009年获利——也是有史以来我见过的幅度最大的摆动。

这一阶段的意义在于，为已经认识到正在发生的事件及其影响的人提供了机会。在钟摆的一个极端——最黑暗的极端——人们需要强大的分析力、客观性、决断力乃至想象力，才能相信一切将会更好。少数具备这些能力的人能够在极低风险的基础上获得高额利润。但在另一个极端，当人人开始推测未来、价格永远以不可思议的速度上涨时——令人痛苦的损失已悄然奠定了基础。

一切都是相辅相成的，任何事件都不是孤立的或偶然的。相反，它们都是一定的循环模式的组成部分，是可以掌握并从中获利的。



投资者的钟摆式摆动在性质上与第8章所描述的经济与市场周期的上下波动极为相似。出于某种原因，我对二者做了区分，并以不同的术语称呼它们。但事实上它们同样重要，主要的经验教训也是一样的。这得益于我在1991年写下第一篇关于钟摆的备忘录之后近20年的经验积累，我想在这里重新表述一下我对于钟摆的认识：

- 理论上，恐惧与贪婪是两个极端，多数时候钟摆应处于两极之间，但它在中点停留的时间并不长。

> 乔尔·格林布拉特：这意味着，无论是现在还是以后，市场总会创造机会。在机会较少的市场里，耐心很重要。价值机会终究会被正确地得以体现，通常不会超过一至两年。

- 投资者心理是主要因素，在它的影响下，钟摆通常处于摆向端点或从端点摆回的过程中。

- 钟摆不可能永远朝向某个端点摆动，或永远停留在端点处（尽管摆幅越接近最大时，人们越倾向于将之视为永恒状态）。

- 与钟摆类似，投资者心理朝向某个极端的摆动，最终会成为促进反方向回摆的力量。有时，积聚的能量本身就是回摆的原因——也就是说，钟摆朝向端点摆动时，会受到自身重力的修正。

- 自端点摆回的速度通常更快——因此，比朝向端点摆动的时间要短得多。（或者像我的合伙人谢尔顿·斯通常说的：“气球泄气比充气快得多。”）

在多数市场现象中，类钟摆模式是明确存在的。不过，正像周期的波动一样，我们永远不会知道——

- 钟摆摆动的幅度。

- 令摆动停止并回摆的原因。

- 回摆的时机。

- 随后朝反方向摆动的幅度。

在牛市阶段……为了维持统治地位，环境必须具备贪婪、乐观、繁荣、自信、轻信、大胆、风险容忍和积极的特征，但是这些特质不会永远统治市场。最终，它们会让位于恐惧、悲观、谨慎、疑惑、怀疑、警惕、风险规避和保守……崩溃是繁荣的产物。我相信，把崩溃归因于过度繁荣而不是引发市场回落的特殊事件，通常来说更为合适。

《现在又如何》，2008年1月10日

我们能够肯定的事情之一，是极端市场行为会发生逆转。相信钟摆将朝着一个方向永远摆动——或永远停留在端点的人，最终将损失惨重。了解钟摆行为的人则将受益无穷。

# 10
# 抵御消极影响

得到更多的渴望、担心错过的恐惧、与他人比较的倾向、群体的影响以及对胜利的期待——这些因素几乎是普遍存在的。因此，它们对大多数投资者和市场都有着深远的影响。结果就是错误——频繁的、普遍的、不断重复发生的错误。

保罗·约翰逊：这极好地描述了大多数投资者面对牛市时的压力——正如马克斯所指出的，很少有人能对此免疫。

无效性——错误定价、错误认知以及他人犯下的过错——为优异表现创造了机会。事实上，利用无效性是保持卓越的唯一方法。为使自己与他人区别开来，你应该站在与那些错误相反的一边。

为什么会产生错误？因为投资是一种人类行为，而人类是受心理和情感支配的。

克里斯托弗·戴维斯：心理与反常情绪能够影响机构投资者做出消极的决策。

许多人具有分析数据所需的才智，但是很少有人能够更加深刻地看待事物并承受巨大的心理压力。换句话说，很多人会通过分析得出相似的认知结论，但是，因为各自所受的心理影响不同，他们在这些结论的基础上所采取的行动各不相同。最大的投资错误不是来自信息因素或分析因素，而是来自心理因素。投资心理包括许多独立因素，本章将一一进行探讨。但要记住的关键一点是，这些因素往往会导致错误决策。它们大多归属“人性”之列。

霍华德·马克斯：心理作用对投资者有着巨大的影响。大多数崩溃来自投资者心理造成的市场波动。当这些力量推动市场至泡沫

过度或崩溃时，就会为拒绝高价持有、坚持低价买进的顶尖投资者创造更高的盈利。抵制这种负面力量是有必要的。

第一种侵蚀投资者的成就的情感是对金钱的渴望，尤其是当这种渴望演变成贪婪的时候。

大多数人投资的目的就是赚钱。（有些人将投资视为一种智力训练，或将投资视为显示自身竞争力的手段，而对他们来说，金钱也是衡量成功的标准。金钱本身可能不是所有人追求的目标，但它是人们拥有的财富的计量单位。不在乎钱的人通常是不会进行投资的。）

努力赚钱并没有错。事实上，对利润的渴望是驱动市场及整体经济运转的最重要因素之一。危险产生于渴望变成贪婪的时候。对于贪婪，韦氏词典将其定义为“对财富或利润过度的或无节制的、通常应受谴责的占有欲”。

贪婪是一股极其强大的力量。它强大到可以压倒常识、风险规避、谨慎、逻辑、对过去的教训的痛苦记忆、决心、恐惧以及其他所有可能令投资者远离困境的要素。反之，贪婪时常驱使投资者加入逐利的人群，并最终付出代价。

> 贪婪与乐观相结合，令投资者一次又一次地追求低风险高收益策略，高价购进热门股票，并在价格已经过高时抱着增值期望，继续持股不放。事后人们才发现问题所在：期望是不切实际的，风险被忽略了。
>
> 《化后知后觉为先见之明（即，他们在想什么）》，2005年10月17日

与贪婪相对应的是恐惧——我们必须考虑的第二个心理因素。在投资领域，这个词并不代表理性的、明智的风险规避。相反，恐惧就像贪婪一样，意味着过度。因此恐惧更像恐慌。恐惧是一种过度忧虑，妨碍了投资者采取本应采取的积极行动。

在我的职业生涯中，我一直惊讶于人们为何那么轻易就自愿终止怀疑。因此，我要讨论的第三个因素就是人们有容易放弃逻辑、历史和规范的倾向。这种倾向使得人们愿意接受任何能让他们致富的可疑建议……只要说得通就行。对此，查理·芒格引用德摩斯梯尼的一句话做了精彩的点评：“自欺欺人是最简单的，因为人总是相信他所希望的。”相信某些基本面限制因素不再起作用，因而公允价值不再重要的信念，是每一个泡沫以及随之而来的崩溃的核心。

在小说中，自愿终止怀疑为我们增添了乐趣。在看《小飞侠》时，我们不想听到坐在旁边的人说“我能看到那些线”（即使我们知道线就在那儿）。虽然知道小男孩不会飞，但是我们不关心这些，我们坐在那里纯粹是为了娱乐。

但投资的目的是严肃的，容不得玩笑，我们必须持之以恒地警惕在现实中无效的东西。简而言之，在投资的过程中需要大量的怀疑……怀疑不足会导致投资损失。在事后剖析金融灾难的时候，有两句话屡次出现：“好到不像真的”和“他们在想什么”。

《化后知后觉为先见之明（即，他们在想什么）》，2005年10月17日

是什么让投资者迷上这样的错觉呢？答案通常是，投资者往往在贪婪的驱使下，轻易地摒弃或忽略了以往的教训。用约翰·肯尼斯·加尔布雷斯的话来说，是“极端短暂的金融记忆”使得市场参与者意识不到这些模式的复发性与必然性：

当相同或者相似的情况再次发生时（有时仅仅相隔几年），通常会被年轻的、永远超级自信的新一代当作金融领域以及更广阔的经济领域的创新发现而受到追捧。在人类的活动领域内，历史的作用可能很少像在金融领域内这样无足轻重。既往经验作为记忆的一部分，被斥为“缺乏敏锐洞察力、认识不到当前令人难以置信的奇迹的人们的原始避难所”而遭到摒弃。（约翰·肯尼斯·加尔布雷斯，《金融狂潮简史》，纽约：维京出版社，1990）

乔尔·格林布拉特：我犯过的许多错误都是以前犯过的同样的错误——它们每次看起来都略有不同，其实只是同样的错误改头换面而已。

对于人们逐渐深信不疑的、能够带来无风险高回报的、万无一失的投资——必然的成功或免费的午餐——很有进一步探讨的必要。

当市场、个体或一种投资技术获得短期高额收益时，它通常会吸引人们的过度（盲目）崇拜。我将这种获得高额收益的方法称为“银弹”。

投资者永远在寻找银弹，也称其为“圣杯”或“免费的午餐”。人人都想要一张无风险致富的门票。很少有人质疑它是否存在，或者为什么他

们应该得到。无论如何，希望永远在滋生。

然而银弹并不存在，没有任何策略能够带来无风险的高收益率。没有人知道所有答案，我们只是人而已。市场是不断变化的，并且就像许多其他的事物一样，获得意外利润的机会是随着时间的推移而减少的。相信银弹存在的信仰终会导致灭亡。

《现实主义者的信条》，2002年5月31日

乔尔·格林布拉特：记住，如果理论（像谣言一样）缺乏这一事实基础，一开始就不会有人相信它们。

是什么促成了银弹信仰呢？最初，通常存在一定的事实基础，这一事实被发展成冠冕堂皇的理论，信徒们开始四处游说。随后，这一理论带来了短期利润，无论是因为理论本身确有一定价值，还是仅仅因为新信徒的购买行为推高了目标资产的价格。最后会出现两种表象：第一，存在一种获得必然财富的方法；第二，方法的效力引发狂热。就像沃伦·巴菲特于2010年6月2日在国会上所说的那样："居高不下的价格就像是一剂麻醉剂，影响着上上下下的推理能力。"但在事后——爆发之后——这种狂热被称为"泡沫"。

第四个造成投资者的错误的心理因素是从众（即使群体共识存在显而易见的荒谬）而不是坚持己见的倾向。在《市场是怎么失败的》一书中，约翰·卡西迪描述了斯沃斯莫尔学院的所罗门·阿希教授在20世纪50年代所做的经典心理实验。阿希请被测试组对看到的情况做出判断，但是在每组中只有一个人是被测试对象，其他人都是托儿。卡西迪解释说："这样的设置将真正的被测试对象置于两难境地，正如阿希所说，'我们对他施加了两种相反的力量——他自己的感觉，以及同组人一致的群体意见。'"

真正的受测对象忽略自身所见与同组人保持一致的比值很高，即使其他人明显是错误的。这个实验显示了群体的影响力，它启发我们，应该对群体共识的正确性持保留态度。

"就像所罗门·阿希的视觉实验中的参与者一样，"卡西迪写道，"许多不赞同市场共识的人会感觉受到了排斥。最终，真正疯狂的是那些不懂市场的人。"

从众的压力和赚钱的欲望一次又一次地致使人们放弃了自己的独立性和怀疑精神，将与生俱来的风险规避抛诸脑后，转而去相信毫无意义的东西。这种情况发生得非常频繁，因此一定是某些固有因素而不是随机因素在起

作用。

第五个心理影响因素是嫉妒。无论贪婪的负面力量有多大，它还有激励人们积极进取的一面，与之相比，与别人相比较的负面影响更胜一筹。这就是我们所谓的人的天性中危害最大的一个方面。

一个在孤立环境下感觉快乐的人，当他看到别人做得更好时，可能会变得痛苦不堪。在投资领域中，投资者在面对别人赚钱比自己多这一事实时，大多难以坐视不管。

> 霍华德·马克斯：情绪与自负：许多投资的驱动因素是具有可比较性的。如果别人做得更好，那么高收益也不会令人满意，而如果别人做得更坏，那么低收益往往就能使人知足。这种比较的倾向是最有害的，强调相对收益而不是绝对收益体现了心理对投资过程的扭曲。

我知道这样一家非营利机构，它从1994年6月到1999年6月的捐赠基金的年收益率是16%，但是同行23%的年均收益率令投资者沮丧不已。

> 塞思·卡拉曼：即使是最好的投资者都会以收益来评判自己。用风险来进行评判很难，因为风险无法衡量。显然，这个捐赠基金的投资经理们善于利用风险规避，不过他们对于获得的相对收益却很失望，尽管从他们在接下来三年的表现来看，他们的风险调整后业绩可能相当不错。这突出了在短期业绩被认为不佳的情况下，投资者保持长期信念的不易。

没有任何成长股、科技股、收购以及风险投资的捐赠基金在5年的时间里发展滞后。而随着科技股崩盘，从2000年6月到2003年6月，这家机构只有3%的年收益率（同期的捐赠基金大多出现亏损），股东们反而兴高采烈起来。

这样的结果肯定有问题。人们怎么可能因为每年赚16%而不开心，赚3%反倒高兴呢？答案是我们都有与别人进行比较的倾向，这种倾向会对本应是建设性、分析性的投资过程产生不利影响。

> 乔尔·格林布拉特：这一点极为重要。大多数机构投资者和个人投资者会比较他们的收益，因此大多以从众而告终：搞错重点了。

第六个关键影响因素是自负。在下列事实面前保持客观和审慎具有极大的挑战性：

- 进行短期投资业绩的评价和比较。
- 在繁荣期，轻率甚至错误地承担更大风险的决策往往能够带来最好的收益（我们在大部分时间里都处于繁荣期）。
- 最好的收益带来最大的自我满足。如果事情确实如愿发展，那么自认聪明并得到别人的认可是一件很开心的事。

> 霍华德·马克斯：情绪与自负：投资（特别是糟糕的投资）是一个满是自负的世界。由于风险承担在上升的市场中能够获得回报，自负能够令投资者采取积极的行动，以期通过高企的业绩彰显自己。但是据我所知，最好的投资者寻求的都是最好的风险调整后收益……而不是名声。在我看来，成功投资之路往往以谦卑而不是自负为特征。

相比之下，善于思索的投资者会默默无闻地辛勤工作，在好年份里赚取稳定的收益，在坏年份里承担更低的损失。他们避开高风险行为，因为他们非常清楚自己的不足并经常自省。在我看来，这是创造长期财富的最佳准则——但是，在短期内不会带来太多的自我满足。谦卑、审慎和风险控制路线并不那么光鲜亮丽。当然，投资本不应与魅力搭边，但它往往是一种富有魅力的艺术。

最后，我要探讨一种我称之为“妥协”的现象，一种通常出现在周期后期的投资行为特征。投资者会尽他们的最大努力坚持自己的信念，但当经济和心理压力变得无法抗拒时，他们会放弃并跟风。

一般来说，踏入投资业的人都聪明过人、学识丰富、见多识广并精于计算。他们精通商业和经济的微妙之处，也了解复杂的理论。多数投资者都能够得到关于价值和前景的合理结论。

但是，还有心理因素和群体影响的介入。在大多数时间里，资产被估价过高并持续增值，或者被估价过低并持续贬值。最终，这种倾向会对投资者的心理、信念和决心造成不利影响。你舍弃的股票别人却因此获利，而你买进的股票在日益贬值，你认为危险或者愚蠢的概念——热门新股、无收益的高价科技股、高杠杆的抵押贷款衍生品——日复一日地被宣扬和传播。

随着定价过高的股票走势更好，或者定价过低的股票持续下跌，正确的做法变得更加简单：卖掉前者，买进后者。但是，人们不会这样做。自我怀疑的倾向与别人成功的传闻混杂在一起，形成了一股使投资者做出错误决定的强大力量，当这种倾向的持续时间增加时，其力度也会增大。这是另外一种我们必须对抗的力量。

霍华德·马克斯：害怕看错：资产定价过高是由于投资者过高估计并推高资产价值的行为所致。这一过程会一直持续下去，直到价格涨到“恰当”水平或者当你感觉定价过高将它卖出。通常列车会继续向前冲出很远，最初的价格判断看起来更像是错误的而不是正确的。这可以理解，但是难以忍受。

得到更多的渴望、担心错过的恐惧、与他人比较的倾向、群体的影响以及对胜利的期待——这些因素几乎是普遍存在的。因此，它们对大多数投资者和市场都有着深远的影响。结果就是产生错误——频繁的、普遍的、不断重复发生的错误。

霍华德·马克斯：情绪与自负：大多数导致泡沫或崩溃的波动都以事实为基础，通常还有合理的分析……至少在最初是这样的。但是，心理因素导致结论中含有错误的因素，而市场在实践结论的道路上走得太远。巨大的市场亏损源于心理偏差而不是分析失误。

这么多并且可能不适用于你的理论是否对你有所触动呢？我真心希望你是对的。我的结论是理性者有可能屈服于情感的破坏性力量。为了打消你对这句话的疑虑，让我提醒你四个字：科技泡沫。之前我提到过在投资者无视价值与价格之间合理关系的疯狂时期都发生了什么。是什么令投资者放弃了常识？是我们一直在这里谈论的某些情感：贪婪、恐惧、自欺、自负，让我们回顾一下当时的情况，看一看心理在其中是如何起作用的。

20世纪90年代是股市的全盛期。当然也有表现不好的日子或月份，以及像1994年大幅加息这样的打击，但是标准普尔500股票指数从1991年到1999年（包括1991年和1999年）每年都有盈利，年平均收益率高达20.8%。这样的结果足以让投资者产生乐观情绪，欣然看涨。

在最初几年里，成长股的表现比价值股略好——可能是已经在80年代取得良好业绩的价值股冲高回落所致——同样提升了投资者高度重视公司成长

潜力的意愿。

投资者为技术创新着迷。宽带、互联网和电子商务的发展似乎有改变世界的可能，科技企业家和电信企业家受到追捧。

科技股上涨，吸引更多人买进，股价继而进一步上涨，像往常一样表现为不可阻挡的良性循环进程。

在多数牛市中，貌似合乎逻辑的理论都或多或少起着一定的作用，以下理论也不例外：因为公司表现好，所以科技股的表现将胜过其他股票。更多的科技股将被纳入股指中，它们在经济中的重要性将不断提高。指数基金和模仿指数的隐蔽型指数基金将买入更多的科技股，积极投资者也将跟进。更多的人会制订401（k）养老计划，所以401（k）投资者将会提高投资组合中股票的比重，以及科技股在股票中的比重。因此，科技股必须上涨，而且上涨速度必须超过其他股票，只有这样才会继续吸引更多人来购买。所有现象都是短期内实际发生了的事实，助长了人们对这一理论的轻信。

IPO（首次公开募股）的科技股在发行首日就上涨数十甚至数百个百分点，十足一副必胜者的姿态。寻求准备IPO的公司成为一股普遍的狂热。

从心理学的角度来讲，IPO时发生的一切特别具有蛊惑性。大致情形如下：办公室里坐你隔壁的家伙告诉你，他在买一家准备IPO的公司的股票。你询问这个公司是干什么的。他回复：“不知道”，但是他的经纪人告诉他，发行首日股价会翻番。你说：“这很荒谬。”一星期后他告诉你，他的股票没有翻番……而是变成了原来的三倍，但他仍然不知道这个公司是干什么的。几次之后，这个过程开始变得令人难以抗拒。你知道这毫无道理可言，但是你不想继续让人感觉你像个智力障碍者似的。典型的妥协表现是接下来在某公司IPO时，你买进了几百股……并且因为你这样的新买家的买入行为，这把火有越烧越旺的势头。

投资了成功的创业企业的风险投资基金吸引了高度关注和大量资金。谷歌上市那年，为它提供种子资金的风投基金上涨了350%。

科技股投资者的智慧得到了媒体的盛赞。受经验和怀疑的限制最少的人——因而也是赚钱最多的人——大多30岁出头，甚至有的才20多岁。从来没有人指出，他们的成功也许只不过是受益于非理性市场，而不是因为他们绝顶聪明。

还记得我前面关于所有的泡沫都始于事实的见解吗？在这个例子中，科技的巨大潜力就是事实的种子，随之而来的看涨理论为之添加了肥料，正在

进行并且看似永不停息的价格上涨则进一步推波助澜。

> 当然，所有对科技、电子商务和电信股票的狂热追捧，都源自这类公司改变世界的潜力。我丝毫不怀疑这些进步正在彻底改变着我们所熟知的生活，也丝毫不怀疑它们将会使世界截然不同——哪怕仅仅是与几年前相比。挑战在于指出它们中的哪一个是制胜投资，以及它们现在的实际价值如何……
>
> 现在说科技、互联网和电信即将盛极而衰，且好比螳臂当车，但我必须告诉你的是，它们已经从巨大的繁荣中受益，应抱着怀疑的态度审视它们。
>
> 《网络科技泡沫》，2000年1月3日

在写下2000年1月的备忘录之后不久，不堪重负的科技股甚至在没有任何引发下跌的外部事件的情况下开始崩溃。忽然之间，股价过高亟须调整的事实明朗起来。每当投资热过气的时候，《华尔街日报》就会用一张表格来显示由此造成的损失，典型股票通常会跌90%或更多。在科技泡沫破灭的时候，表格上显示的损失在99%以上。自大萧条后，综合股价指数首次遭遇为期三年的衰退，而科技股——以及整体股票市场——看上去不再有任何特别之处。

回顾过去的10年，我们看到，科技发展的确已经改变了世界。成功企业有着巨大的价值，报纸和CD等行业受到了深远影响。但同样显而易见的是投资者在泡沫中往往置常识而不顾，他们忽略了很多事实：并不是所有的公司都会成功，股市会有漫长的震荡过程，提供免费服务难以盈利，以高市售率（因为没有利润，所以不能用市盈率）定价的亏损公司的股票有着巨大的风险。

乔尔·格林布拉特：我想起了巴菲特关于航空业经济的金句。航空业是一项伟大而有价值的创举，但并不意味着它就是一个好生意。巴菲特说过，一个真正的资本家会在威尔伯降落于基蒂霍克时，就为航空业的资本破坏史写下一笔。

贪婪、兴奋、不理性、丧失怀疑以及忽视价值，令人们在科技泡沫中损失惨重。此外，它还使许多聪明过人、训练有素的价值投资者在泡沫破裂前看起来愚蠢不堪（当然，泡沫最终还是破裂了）。

> 霍华德·马克斯：最危险的事：乐观的感觉——有时被称为“非理性的动物精神”——是过高估计资产价值的主要原因。训练有素的价值投资者在一开始看起来像是悲观主义者、爱抱怨、顽固不化……最后，事实证明他们才是能够规避损失的少数人。

避免在泡沫中赔钱的关键是，当贪婪和人为错误导致积极因素被高估、消极因素被忽视时，拒绝跟风。做到这一点并不容易，因此弃权的人并不多。同理，对于在暴跌中恐惧过度的投资者来说，关键是避免卖出——也许更恰当的做法是买进。（这一点提醒了我。需要指出的是，泡沫可以自行产生，不一定是崩溃的必然结果，但崩溃一定是泡沫的必然结果。）

对于大多数人来说，在科技泡沫时期，抵制买进的诱惑很难；在信贷危机全面爆发时，抵制卖出的欲望更难——此时买进的难度还要更胜一筹。在牛市中没有买进的最坏结果不过是你看起来有些落后并且要付出机会成本。但在2008年大崩溃时，没有卖出的后果则是无尽的损失，世界末日仿佛真的有可能降临。

> 霍华德·马克斯：情绪与自负：拒绝加入从众犯错的队伍——就像是在投资领域的其他方面那样——需要控制好情绪和自负。这是最困难的事，但其带来的回报却十分可观。仅凭精通投资中的人性之道并不足以获得成功，一旦能与熟练的分析结合起来，则会得到丰厚的收益。

那么，投资者究竟要如何对待这些促使他们做出愚蠢投资的心理冲动呢？首先，认识它们，这是我们获得战胜它们的勇气的第一步。其次，要认清现实。认为自己对本章中所描述的影响因素免疫的投资者会将自己置于危险境地。如果这些因素对别人的影响足够大到改变整个市场，那么凭什么它们不会影响你？如果一个牛市强大到可以令成年人无视过高的估价甚至承认永动机的可能性，那么凭什么它不会对你产生同样的影响？如果一个无限损失的故事恐怖到令别人廉价抛售，那么又有什么能阻止它不令你做同样的事情？

相信我，在别人都在买进、专家态度乐观、上涨理由充分、价格不断飙升、承担最高风险的人不断获得巨额收益的鼎盛期，抵制买进是很难的（卖出更难）。相反，在股市跌入谷底、持股或买进似乎会带来全盘损失的时候，抵制卖出也是很难的（买进更难）。

> 霍华德·马克斯：害怕看错：记住，你并不会因为闭塞而犯错。资产会因为他人的行为而难以掌控。你或许会有一段时间看起来

是错误的，而群体成员似乎（或感觉）是正确的。将自己与他人进行过多的比较是一种侵蚀意志的过程——虽然这是天性使然——而且，这也会给你施加过多的压力。

与本书中描述的其他事情一样，简单的解决方案是不存在的：没有告诉你市场已经摆向非理性极端的公式，没有保证你永远做出正确决策的完美工具，也没有保护你不受消极情绪影响的魔法药丸。正如查理·芒格说的："没那么简单。"

那你该用什么样的武器来提高自己的胜算呢？以下是在橡树资本管理公司中行之有效的方法：

• 对内在价值有坚定的认识。

乔尔·格林布拉特：没有这一点，一个投资者便无以立足。内在意义的重要价值在于，它是可以抵挡心理因素对行为造成影响的唯一方法。那些未能评估公司或安全水平的投资者不会拥有成功的商业投资或前景（除非是走运）。这听起来很简单，但是大多数的投资者都会欠缺。

• 当价格偏离价值时，坚持做该做的事。

• 足够了解以往的周期——先从阅读和与经验丰富的投资者交谈开始，之后通过经验积累——从而了解市场过度膨胀或过度萎缩最终得到的是惩罚而不是奖励。

• 透彻理解市场对极端市场投资过程的潜在影响。

• 一定要记住，当事情看起来"好得不像是真的"时，它们通常不是真的。

• 当市场错误估价的程度越来越深（始终如此）以至于自己貌似犯错的时候，愿意承受这样的结果。

• 与志趣相投的朋友或同事相互支持。

这些方法并不一定奏效，但它们能够赋予你可以一搏的机会。

# 11
# 逆向投资

> 在别人沮丧地抛售时买进、在别人兴奋地买进时抛售都需要最大的勇气，但它能带来最大的收益。
>
> 约翰·邓普顿爵士

我只能用一个词来描述大多数投资者——趋势跟踪者，而杰出投资者恰恰相反。希望到目前为止我已经令你相信，卓越投资需要第二层次思维——一种不同于常人的更复杂、更具洞察力的思维方式。从定义上来看，大多数投资者不具备这种思维能力，因此成功的关键不可能是群体的判断。某种程度上来说，趋势、群体共识是阻碍成功的因素，雷同的投资组合是我们要避开的。由于市场的钟摆式摆动或市场的周期性，所以取得最终胜利的关键在于逆向投资。

沃伦·巴菲特的建议的精髓：“别人对自己的事务越不慎重，我们对自己的事务则越应慎重。”他鼓励我们采取和别人相反的行动：做逆向投资者。

> 保罗·约翰逊：逆向投资是成功的价值投资者所具备的重要技能。然而，我发现经验是培养这种技能的最重要因素。逆向投资是教学中的一个挑战。

与其他人做同样的事情会将你置于波动状态之下，这种波动有时会因他人及你自身行为的影响而过度。跟着人群蜂拥逃离悬崖当然是不可取的，但是我们需要极好的技巧、洞察力以及纪律才能避免这种情况的发生。

《现实主义者的信条》，2002年5月31日

群体错误的逻辑性是明确的，甚至几乎是可以测算的：

- 市场会发生剧烈的摆动，从牛市到熊市，从估价过高到估价过低。

• 市场走势受群体（人群或大多数人）行为的驱动。牛市出现于更多的人想成为买家而不是卖家，或买家比卖家更为活跃的时候。随着人们从卖家转变为买家，或买家活跃度的进一步提高、卖家活跃度的进一步降低，市场开始上涨（买家不占据主导地位，市场就不会上涨）。

> 保罗·约翰逊：这是一种关键的洞察力，能够使逆向投资对投资者自己有利。

• 市场极端代表着拐点，出现于牛市或熊市达到巅峰时。比方说，当最后一个希望成为买家的人成为买家的时候，市场就会到顶。既然在到顶时，所有买家都已经加入了看涨群体中，那么牛市就不会进一步上涨，市场也已高到了它能够达到的极限。此时买进或持有都很危险。

• 因为再也没有看涨的人，市场停止了上涨。如果次日有一个人从买家转变成卖家，那么市场就会下跌。

• 因此，在达到由群体的信念所创造出来的市场极端时，大多数人都是错的。

• 因此，投资成功的关键在于逆势而行：不从众。那些意识到他人错误的人可以通过逆向投资而获利丰厚。

我们常常看到狂热的买家或恐慌的卖家，匆忙地买进或急迫地卖出，过热的市场或冰冷的市场，以及高得过分的价格或低得离谱的价格。可想而知，市场和投资者的态度与行为只在中点停留很短的时间。

这对我们的行为有何影响？从众并在周期处于极端的时候加入市场中，显然对你的金融状况极为不利。市场的高点产生于狂热的买家占据上风、价格被推到难以超越的高度的时候。市场的低点出现于恐慌的卖家占据上风、急于以过后看来严重偏低的价格抛售资产的时候。

“低买高卖”是一句古老的名言，但是被卷入市场周期中的投资者却常常反其道而行之。正确的做法应该是逆向投资：在人们冷落时买入，在人们追捧时卖出。“千载难逢”的市场极端情况似乎每隔10年左右便会出现一次——这还不够频繁，以至于投资者很难以利用市场极端获利为业。但是，尝试这样去做应该是所有投资方法的重要组成部分。

> 乔尔·格林布拉特：我热衷于这个想法。市场出现极端情况（或

者是更准确的说法——机遇）的可能性会大于合理情况。你绝不会在这些情况中发生触底或触顶，而它们则是痛苦和困难的源头。

不要认为这很简单。当价格显著偏离内在价值时，你需要有感知的能力。你必须有足够的意愿去挑战传统智慧，抵制“市场永远有效因而永远正确”的神话。你需要为这种果断行为打下基础，你必须得到拥护者的理解和支持。期待胜利却没有足够的时间安然度过极端期的你将会成为最典型的市场受害者：一个6英尺高的人淹死在平均5英尺深的小河里。但是，如果你对市场的钟摆式摆动保持警惕，你就有可能认出那些偶尔出现的机会。

《良好平衡》，2004年7月21日

乔尔·格林布拉特：巴菲特和马克斯有一个伟大的观点。从长期看来，市场会自动走向正确。但是，在看到长期之前，你必须得在短期内幸免于难。



接受逆向投资概念是一回事，把它应用到实际中则是另一回事。首先，我们永远不知道市场的钟摆能摆多远，也不知道它在发生逆转的时候会向反方向摆多远。

其次，我们可以肯定的是，一旦市场达到极端，它最终会摆回（或超过）中点。认为市场会沿着同一方向永远摆动或者到达端点时便会停留在那里的投资者必定会失望。

最后，由于影响市场的各种因素的易变性，没有任何工具（包括逆向投资）是完全靠得住的。

- 逆向投资并不是一种让你永远稳赚不赔的方法。在大多数情况下，没有值得下注的过度市场。

乔尔·格林布拉特：我是这样来看待它的：虽然没有人能够穿越高速公路上的迈克卡车车流，但这并不表示你不能够这样做。

- 即使市场过度发展，你也要记住，“估价过高”与“明天就会跌”是截

然不同的。

• 市场可以被高估，也可以被低估，并且能够将这种状态维持一段时间甚至若干年。

• 不利走势会令人非常痛苦。

• 有“人人”都得出“大众是错误的”这一结论的时候。我的意思是，逆向投资本身会变得过于热门，从而有可能会被误以为是群体行为。

塞思·卡拉曼：在这里，牢记格雷厄姆与多德的教诲是十分重要的。如果你试图在市场中寻找一份报告，而持有的股票每天都在下跌就会让你有一种挫败感。但是，如果你对投资尚存兴趣，那么你会感觉自己是在以较大的折扣购买被低估的资产。也许，你只需保持积极的心态。这正是沃伦·巴菲特对1973—1974年熊市期间关于抄底的论述。

• 最后，仅仅做与大众相反的投资是不够的。考虑到刚刚提到的逆向投资的各种困难，你必须在推理和分析的基础上，辨别如何脱离群体思维才能获利。你必须保证自己在进行逆向投资的时候，不仅知道它们与大众的做法相反，还知道大众错在哪里。只有这样你才能坚持自己的观点，在立场貌似错误或损失远高于收益的时候，才有买进更多的可能。

戴维·史文森是耶鲁大学捐赠基金的管理人。耶鲁的投资表现一直相当出色，这与过去20多年里史文森对捐赠基金投资的杰出影响是分不开的。自20世纪80年代执掌耶鲁大学捐赠基金起，他极不寻常的思维方式逐渐成为捐赠基金的业内准则。他对逆向投资的困难有着精彩的阐述。

> 投资成功需要坚定的立场，即使它因为与群体共识存在分歧而令人不安。轻率的承诺将招致失败，会将投资组合经理暴露于高买低卖的双重危险之下。投资者只有具备来自强健决策程序的果断决策的自信，才能卖出过度投机的股票，买进估价过低的股票。
>
> 积极管理策略需要传统机构采取非传统的做法，这是一种很少有人能够解释清楚的悖论。建立并维持非传统的投资组合需要有接受令人不安的特殊投资组合的能力，即使它在拥有传统智慧的人的眼中往往显得轻率透顶。

《投资组合的创新管理》，2000年

保罗·约翰逊：这就是听从马克斯的建议后，所能获得的丰厚回报。

最终获利最高的投资行为，是我们所定义的逆向投资：在所有人卖出时买进（因而价格很低），或者在所有人买进时卖出（因而价格很高）。正如史文森所说，这种行为是孤独并且令人不安的。怎么知道它的对立面——大众行为——是令人安心的呢？因为大多数人都在那样做。

霍华德·马克斯：害怕看错：在这里有一些特定的形容词——非制度化的、特殊的、轻率的、一意孤行的、不适的，它们为挑战是如何巩固非共识看法提供了注解。但是，只要能够获得优异的表现，这样做是绝对有必要的。



我发现投资最有趣的一件事是它的矛盾性：最显而易见、人人赞同的事，最终往往被证明是错误的。

我不是说公认的投资智慧无效。现实更加简单、更加系统化：多数人并不了解产生巨大收益潜力的投资进程。

显而易见的投资者共识几乎总是错的……投资背后群体意识的凝聚，往往会消弭其潜在的利润……比如，一项“人人”都认为很好的投资。在我看来，单从定义来讲，它就不可能是这样的。

乔尔·格林布拉特：这非常简单，而且十分睿智。

• 如果人人都喜欢它，那么可能是因为它一直表现良好。多数人倾向于认为，迄今为止的优异表现能够预示未来的优异表现。事实上，迄今为止的优异表现往往是因为借用了未来的概念，因此它预示着较差的未来表现。

• 如果人人都喜欢它，那么很有可能它的价格已经高到受人追捧的水平，增值空间可能相对较小。（当然，从“估价过高”到“估价更高”是有可能的，但我并不指望这种情况会发生。）

• 如果人人都喜欢它，那么很有可能这一领域已经被彻底发掘过——资金流入已经过多——便宜货也所剩无几了。

• 如果人人都喜欢它，那么一旦群体心理改变并寻求离场，就会面临价格下跌的显著风险。

杰出投资者能够识别并买进价格低于实际价值的股票。只有当多数人看不到投资价值的时候，价格才会低于价值。约吉·贝拉有一句名言："没有人愿意再光顾那家餐馆了，因为它太挤了。"这就像是在说"人人都意识到那是一只特价股"一样毫无意义。如果人人都意识到这一点，他们就会买进，在这种情况下，价格就不再低廉……买进人人喜欢的股票不会赚大钱，而买进被大众低估的股票才会赚大钱……

简而言之，杰出投资有两个基本要素：

• 看到别人没有看到或不重视的品质（并且没有反映在价格上）。

• 将这种品质转化为现实（或至少被市场接受）。

通过第一点应明确的是，杰出投资的进程始于投资者的深刻洞察、标新立异、特立独行或早期投资。这就是为何成功投资者大多都很寂寞的原因。

《人人都知道》，2007年4月26日

2007—2008年的全球信贷危机是我见到过的最大的崩溃。需要我们从中学习的教训很多，因此我在不止一章中对它进行了多方位的探讨。对我来说，这个教训让我有了新的理解：怀疑论也需要逆向思维。我不是一个经常顿悟的人，但是在怀疑论这个问题上，我确有所悟。

在每一次泡沫破裂的时候，牛市崩溃，银弹失效，人们为自己的错误扼腕叹息。怀疑论者清醒地意识到了这一点，他们试图提前识别假象，避免同大多数人一样被假象蒙蔽。因此，投资怀疑论者通常是抗拒投资热潮、牛市狂热和庞氏骗局的一群人。

我的顿悟产生于2008年10月中旬，全球信贷危机接近最低点的时候。那个时候，我们正在耳闻目睹着以前不敢想象的事情：

• 雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司、房地美、房利美以及美国国际集团的破产和接受紧急援助。

• 公众对高盛集团及摩根士丹利公司的生存能力十分担忧，以及其股价均大幅下跌。

• 美国国债信用违约掉期保费的持续上涨。

• 极度风险规避造成的短期国债利率接近零点。

• 我想，这是人们第一次意识到，美国政府的财政资源是有限的，政府印刷钞票和解决问题的能力也是有限的。

在雷曼兄弟公司破产后，显而易见的是……形势正在不断恶化，没有人知道这种情况会在什么时候以什么样的方式结束。真正的问题在于：人们相信任何消极的情况，所有包含乐观因素的情况都被当作盲目乐观被摒弃了。

当然，这其中有一点是对的：一切皆有可能。但是在应对未来时，我们必须考虑两件事：第一，可能发生的事件；第二，实际发生的概率。

危机期间，许多不好的事情看起来都有可能发生，但并不意味着它们一定会发生。身处危机期间的人们无法将两者区分开来……

40年来，我见证了投资者的心理在躁狂—抑郁之间的疯狂摆动：除了常说的恐惧与贪婪，还有乐观与悲观、轻信与怀疑。总而言之，从众——并随着钟摆而摆动——只会带给你长期平均表现，并让你在极端市场下一败涂地。

乔尔·格林布拉特：投资者的情绪在2008年10月时表现得极为突出。股价出人意料的低，股票被寄予希望将会强势反弹。事实是，在接下来的两年里反弹势头的确极为强劲。然而，在股市出现好转前，股价先是比2008年时还下跌了20个百分点（发生在2009年3月）。

如果你相信别人都相信的故事，你就会和他们做同样的事。通常你会高买低卖。你会爱上无风险高收益的“银弹”神话。你会买进表现良好的股票，卖出表现不佳的股票。你会在崩溃期遭受损失，在恢复期错失机会。换句话说，你会成为一个循规蹈矩而不是标新立异的人，一个趋势追随者而不是逆向投资者。

怀疑态度是深入了解资产负债表、了解最新财务工程奇迹或那些不容错过的故事的必要条件……只有怀疑论者才能分得清听起来不错、实

际也不错，以及听起来不错、实则糟糕的东西。我所熟知的最优秀的投资者身上都体现了这一特质。这是一个绝对必要的条件。

许多坏事的发生揭开了曾被认为不可能出现的信贷危机的序幕，同时对大量利用杠杆的投资者造成了严重影响。所以简单的解释就是，之所以会在信贷危机中受到重创，是因为他们不够怀疑或不够悲观。

这引发了我的顿悟：怀疑并不等同于悲观。在过度乐观时，怀疑倡导悲观；但在过度悲观时，怀疑又会倡导乐观。

随着信贷危机在上周达到阶段性高峰……我发现极少人是乐观的，绝大多数人有着不同程度的悲观。没有人持怀疑态度，或者说没有人认为“这个恐怖故事不太可能是真的”。上周，人们一直没有积极买入，所以股价一跌再跌——俗话说的“跳空”，一次就下跌很多。

与往常一样，解决问题的关键是对别人所说的和所做的保持怀疑。消极的故事可能更令人信服，但只有少数人相信的乐观故事才有更大的盈利潜力。

《负面主义的极限》，2008年10月15日

大众在市场达到顶峰时会乐观，在市场跌到谷底时会悲观，显然这是不对的。因此，为了获利，我们必须对顶峰时普遍的乐观和谷底时盛行的悲观持怀疑态度。

《试金石》，2009年11月10日

通常，我们认为怀疑态度就是在恰当的时间说出“不对，事情好到不像是真的”。但是，在2008年我意识到——回想起来是如此显而易见——有时候怀疑态度同样要求我们说：“不对，事情坏到不像是真的。”

许多在2008年第四季度购买的不良债务在接下来的18个月竟然得到了50%~100%甚至更高的收益率。在那样的艰难形势下，买进是极端困难的一件事，但是，当我们意识到几乎没有人在说“不对，事情坏到不像是真的”的时候，做出买进决定还是比较容易的。在那个时刻，保持乐观并大胆买进就是逆向投资的最佳表现。

某些共同的线索贯穿于我所目睹的最佳投资中。它们通常是逆向投资，富有挑战性并令人不安——尽管经验丰富的逆向投资者会从与众不同的立场中得到安慰。举例来说，每当债务市场崩溃时，多数人就会说："我们是不会去接下落的刀子的，那太危险了。"通常，他们会再补充道："我们要等到尘埃落定，不确定性得到解决之后再说。"当然，他们所表达的意思是，他们被吓坏了，不确定到底该怎么做。

霍华德·马克斯：害怕看错：虽然需要忍受孤独和不适的处境，但这却是值得庆幸的。通常，当处于钟摆式摆动的极点时，身为大流中的一员才应该需要担心。

我敢肯定的一件事是，当刀子停止下落，尘埃已然落定，不确定性得到解决的时候，利润丰厚的特价股也将不复存在。当买进某种东西再次让人感觉安稳的时候，它的价格再也不会那么便宜。因此，在投资中，利润丰厚和令人感觉安稳通常是矛盾的。

作为逆向投资者，我们的任务就是尽可能谨慎熟练地接住下落的刀子。这也是内在价值的概念如此重要的原因。如果我们对价值的认识能够让我们在别人都在卖出的时候买进——并且如果我们的观点事后被证明是正确的——那么这就是以最低风险获取最高回报的途径。

塞思·卡拉曼：伴随着大量抛售股票即将告一段落，不仅是价格会反弹，大规模的买进也会变得更加困难。

# 12
# 寻找便宜货

> 在大多数人不愿做的事情中，通常能够发掘出最佳机会。

精心构建投资组合的过程，包括卖出不那么好的投资从而留出空间买进最好的投资，不碰最差的投资。这一过程需要的素材包括：第一，潜在投资的清单；第二，对它们的内在价值的估计；第三，对其价格相对于内在价值的感知；第四，对每种投资涉及的风险及其对在建投资组合的影响的了解。

> 克里斯托弗·戴维斯：这是一个极好的总结。

通常，第一步是确保所考虑的投资满足某些绝对标准。即使是经验丰富的投资者也不会说，“我只在足够廉价时买进”。多数情况下，他们会列出一个满足自己的最低标准的候选投资清单，然后从中挑出最划算的。这就是本章要探讨的全部内容。

举例来说，投资者会先将可能的投资范围缩小到风险可接受的限度内，因为可能会存在某些投资者不能适应的风险。比如在科技领域快速增长的板块里滞后的风险，以及某个热门消费品不再受追捧的风险，这些风险在一些投资者看来超出了他们的专业知识的范围。此外，投资者可能会发现，有些公司绝对是不可接受的，因为它们的行业太过难以预测，或它们的财务报表不够透明。

强调将资产的风险限定在一定范围内不无道理。市场认为极其安全的证券可能会提供令人乏味的收益，而极不安全的证券可能会超出投资者的风险容忍能力。换句话说，有些地方是投资者不愿碰触的，而无论证券价格如何。

> 克里斯托弗·戴维斯：这些警告源于马克斯早期关于价格和风险的讨论。

不仅存在投资者不愿承担的风险，也存在他们的客户不希望他们承担的风险。尤其是在机构投资领域里，很少有人会对投资经理这样说：“这是我的钱，拿去做你想做的事吧。”投资经理的职责不仅是进行有利可图的投资，还要满足客户的需求，多数机构投资者是因为开展特定资产类别和投资风格的业务才被聘用的。如果客户是冲着某种类型的投资来的，那么从事其他类型的投资就得不到什么好处，无论它们有多么诱人。举例来说，如果投资经理是以高质量、高市值的价值股投资专业知识来招揽客户的，那么大量的高科技创业企业投资就会对该投资经理的业务非常不利。

克里斯托弗·戴维斯：这是对一位投资经理的职责的贴切描述。但是，我仍然坚信投资经理没有必要过度谨慎，因为这种态度很容易就会变成对整体风险或争议的麻木不仁。

因此，建立投资组合的出发点不可能是毫无限制的。有些考虑是从客观实际出发的，而有些则不是。

定义了“可行集合”之后，下一步就是从中选择投资。这一步通过识别潜在收益——风险比值最高的或最划算的投资来实现。格雷厄姆和多德所著的《证券分析》修订版的编辑锡德·科特尔在告诉我他的观点时说，“投资是相对选择的训练”。35年来这句话一直伴随着我。

锡德这句简单的话里包含着两个重要信息。首先，投资的过程必须是缜密且经过严格训练的。其次，相对是必需的。不管价格低迷还是高涨，以及因此所带来的预期收益是高还是低，我们都必须从中找到最佳投资。我们改变不了市场，若想参与其中，我们唯一的选择就是从现存的可能性中选择最好的。这就是相对决策。

乔尔·格林布拉特：根据一些投资的经验，我们或许可以将当前显得十分划算的投资机会比作过去那种以估值为基础的交易。由此，在如今的情况下，获得便宜货的机会同样可以被视为未来潜在的交易契机。

那么，构成我们所寻找的杰出投资的要素是什么？正如我在第4章所提到的，价格是主要因素。我们的目标不在于“买好的”，而在于“买得好”。因此，关键不在于你买什么，而在于你用多少钱买。

克里斯托弗·戴维斯：这受制于风险以及前文提到的评价标准。

高质量资产可能划算，也可能不划算，同样，低质量资产也可能划算或者不划算。将客观优点误以为是投资机会的倾向，以及不能正确区分好资产与好交易之间区别的倾向，会令大多数投资者陷入困境。

克里斯托弗·戴维斯：同意！

因为我们追求的是好交易，所以本章的主要目标是阐明特价股的特征。一般来说，它意味着价格相对于价值较低，潜在收益相对于风险较高。股票中的便宜货是如何做到这一点的呢？

在第10章中，我以科技股热潮为例，论证了良好的基本观点被转化为高价泡沫的过程。它通常始于一项具有客观吸引力的资产。随着人们重视程度的提高，他们希望拥有这项资产的意愿不断加强，继而资本流入、价格上涨。人们将价格上涨视为这项投资的优点，从而买进更多。其他人开始听说有这样一项资产并加入买家行列，于是上涨势头形成一种不可阻挡的良性循环的表象。通常这是一场人气竞赛，受到人们追捧的资产就是制胜投资。

如果这种情况持续的时间足够长、积聚的力量足够大，投资就会变成泡沫。泡沫为善于思考的投资者提供了许多卖出和卖空的机会。

便宜货的形成过程很大程度上与之相反。因此，为了找到便宜货，我们必须了解为什么资产会受到冷落。它不一定是客观分析的结果。事实上，多数便宜货的形成过程与分析无关，重要的是考虑它背后的心理因素，以及它的驱动因素：受欢迎程度的变化。

那么，造成价格相对于价值较低，收益相对于风险较高的原因是什么？换句话说，是什么令一件东西卖得比它应有的卖价便宜？

- 与成为热门题材的资产不同，潜在的便宜货通常会显示出一些客观不足。资产类别可能存在缺陷，公司在业内可能较为落后，资产负债表可能被过度杠杆化，或者证券为其股东提供的结构性保护不足。

- 有效市场设定公平价格的过程需要相关人员善于分析，保持客观，便宜货通常是在非理性或片面理解的基础上形成的。因此，便宜货往往产生于投资者不能保持客观的态度对待资产，没有透过表象全面了解资产，或未能克服某些不以价值为基础的传统、偏见或束缚的时

候。

• 与市场宠儿不同，“孤儿资产”常被忽略或鄙视。当它在媒体上和在鸡尾酒会上被提起的时候，不过是作为一个不受欢迎的短语而出现。

塞思·卡拉曼：一般来说，越不受欢迎或不被看好的交易，往往都是更好的交易。

• 它不断下跌的价格通常令第一层次思维者发问：“谁想要它呢？”（一个不断重复的现象是，大多数投资者会根据以往的业绩而不是更可靠的均值回归来预测未来趋势。第一层次思维者倾向于将过去的价格疲软视为负担，而不是资产更为廉价的标志。）

• 结果，便宜货往往成为极不受欢迎的资产。资本远离或出逃，没有人想得出持有它的理由。

以下是当整个资产类别不受追捧时，便宜货如何形成的例子。

债券过去60年的发展故事与股票所受的追捧形成了对立映射。债券的第一个低潮出现在二十世纪五六十年代股票成为众人焦点的时候，1969年年底，第一国家城市银行的《每周债券数据摘要》以黑框标题“最后一次发行”而宣告结束。在70年代的高利率环境下，债券锐减，即使在80年代和90年代利率开始稳步下降的时候，债券也没有显示出任何能与股票的高额收益相抗衡的希望。

到了90年代后半期，所有的债券投资给人感觉都像抛锚了一样表现不佳。我作为一个慈善组织的投资委员会主席，看到另一个城市的兄弟组织——已经多年受80：20的债券/股票组合之累——将其债券/股票比例变为0：100。我猜，一个典型的机构投资者会如是说：

我们的固定收益投资比例很小。我不能告诉你为什么。这是历史的偶然性。我的前辈确定了这样的比例，但他们当初的理由已经被以往的表现消磨殆尽。现在我们有进一步减持债券的考虑。

即使在当前这个人们并不热衷于买进更多股票的时代，也鲜有资金流入高评级债券。债券受欢迎程度持续下降的诸多原因之一，是格林斯潘领导下的美联储为刺激经济以及应对外源性冲击（如千年虫恐慌）而采取的低利率政策。3%~4%的国债和高评级债券收益率对实现机构投资者8%的收益率目标起不到多大作用。

《裙摆理论》，2010年9月10日

在上述过程已经持续足够长时间并且债券持有量已经减到足够少之后，债券被重新定位成具有卓越表现的证券，原因是环境发生了改变，导致安全性需求相对于升值潜力需求增大。与资产开始上涨的时候一样，投资者突然认识到债券的吸引力，并且发现自己持有的债券不够多。较早意识到这一点的人便能利用这种变化从中获利。

公平定价的资产从来不是我们的目标，因为它们只能带来有风险的一般收益。当然，定价过高的资产对我们更没有任何好处。

我们的目标是寻找估价过低的资产。应该到哪里去找呢？从具有下列特征的资产着手是个不错的选择：

- 鲜为人知或人们一知半解的。
- 表面上看基本面有问题的。
- 有争议、不合时宜或令人恐慌的。
- 被认为不适于“正规”投资组合的。
- 不被欣赏、不受欢迎和不受追捧的。
- 有收益不佳的追踪记录的。
- 最近有亏损问题、没有资本增益的。

保罗·约翰逊：这是一份很出色的“购物清单”。

如果提炼成一句话，那么我会说：便宜货存在的必要条件是感觉必须远不如现实。也就是说，最好的机会通常是在大多数人不愿做的事情中发掘出来的。毕竟，如果人人都感觉这项资产不错并愿意购买的话，它的价格就不会那么低廉了。

1978年，当我在花旗银行从股票研究转向投资组合管理时，有幸接触到了满足上述某些或全部标准的资产类别。我的第一项任务是管理可转换证券。这是一潭比现在更小、更不受重视的市场死水。虽然对于投资者来

说，它们具有既能提供债券又能提供股票的优势，但是只有弱势企业，如企业集团、铁路企业和航空企业在别无选择的时候才会发行可转换债券。主流投资者认为它们引入了不必要的复杂性。他们会说，如果你想要债券和股票，那么为什么不直接买进债券和股票呢？如果你喜欢一家公司，那么为什么不买进股票得到全部收益，却要投资防御型混合金融工具？然而，一旦“人人”感觉某种东西没有优点的时候，就有理由怀疑它不受欢迎、不受追捧，从而有可能估价过低。这就是为什么1984年《商业周刊》一篇关于我的文章里会出现一句带下划线的话：“真正的男人不买可转换证券，像我这样的胆小鬼才会廉价买进。”

1978年下半年，我受命启动一个高收益债券基金。这种低评级债券有一个令人讨厌的别名——“垃圾债券”，达不到大多数投资机构“投资级或以上级别”或者“A级或以上级别”的最低要求。垃圾债券有违约的可能，那么它们怎样才能成为适合养老基金或捐赠基金持有的债券呢？如果某个基金从一家投机级公司买进债券后该公司破产了，那么受托人如何避免明知高风险却偏要去做之后所导致的尴尬和指责？

克里斯托弗·戴维斯：这同样适用于首要风险。

提示这类证券潜力的一个显著线索可以在一家评级机构关于B级债券的描述中找到——“普遍缺乏理想投资的特点”。现在你应该快速发问：人们怎么能够在没有任何价格参考的情况下全盘否定一个潜在投资类别呢？这些债券后来的发展表明：如果没有人持有某个债券，那么对它的需求（以及价格）只可能上涨，只需从绝对禁忌调整到可以容忍，债券就能有良好的表现。

塞思·卡拉曼：在更广泛的意义上，这是所有机构评级都存在的问题。假设的安全性会吸引那些未能很好地做足功课的投资者，使得他们最终变成普遍意义上的买家。具有讽刺意味的是，评级下降通常发生在这时——市场已经发现存在问题，使得那些相信评级的投资者遭受了巨大的损失。

终于，在1987年，我的合伙人布鲁斯·卡什和谢尔顿·斯通带着成立一个投资不良债务的基金的好点子来找我了。还有什么能比投资破产公司或极有可能破产的公司的债券更不靠谱、更令人不屑？谁会去投资一家已经证实缺乏财务可行性并且有管理缺陷的公司呢？有责任感的人怎么可能投资呈自由落体式下跌的企业呢？当然，考虑到投资者的行为方式，任何在某一时间点被认为是最差的资产，都很有可能成为最廉价的资产。便宜不需要与高品质有任何关系。事实上，令人望而却步的低质量证券的价格往往更

低。

> 保罗·约翰逊：这是一种很好的石蕊指示剂——用以发现交易。

这些资产类别满足本章前面列举的大部分或所有标准。它们鲜为人知，不被理解，也不受重视。没有人为它们说一句好话。每项资产都是戴维·史文森在第11章中所谈到的令人不安、貌似轻率的投资的典型例证……因此，在未来二三十年里，每项资产都将变成一项杰出投资。我希望这些例子能够提示你去哪里寻找便宜货。

> 乔尔·格林布拉特：马克斯的论述涉及价值和特殊情况下的投资机遇。

便宜货的价值在于其不合理的低价位——因而具有不寻常的收益——风险比值，因此它们就是投资者的圣杯。按照第2章的原则，这样的交易不应该存在于有效市场中。然而，我经历的每一件事情都在告诉我，尽管便宜货不合常规，但是人们以为的那些可以消除它们的力量往往拿它们无可奈何。

我们是积极投资者，因为我们相信我们可以通过识别好机会而击败市场。另一方面，许多摆在我们面前的“特殊交易”好到不像是真的，避开它们是取得投资成功的关键。因此，和许多事情一样，促使一个人成为积极投资者的乐观态度，以及一个人对有效市场假说的怀疑态度，二者必须保持平衡。

显然，投资者可能会因心理弱点、错误分析或拒绝进入不确定领域而犯错。这些错误为能够看到别人错误的第二层次思维者创造了便宜货。

# 13
# 耐心等待机会

> 市场不是有求必应的机器，它不会仅仅因为你需要就提供高额收益。
>
> 彼得·伯恩斯坦

与全球金融危机相关的繁荣——衰退周期，为我们提供了在2005到2007年年初以高价卖出，以及随后在2007年年底和2008年以恐慌价格买入的机遇。从许多方面来讲，这是一个千载难逢的机会，在周期中逆势而动的逆向投资者们有了展现自己能力的黄金机遇。但是在本章，我想指出的是，并不是总有伟大的事情等着我们去做，有时我们可以通过敏锐的洞察和相对消极的行动将成果最大化。耐心等待机会——等待便宜货——往往是最好的策略。

> 保罗·约翰逊：马克斯在这一章中贡献了杰出的智慧。有一种考验与许多投资者对于应在何时增加投资感到困惑有关，实际上，所有研究都表明，绝大多数投资者会过度交易其证券投资组合。伴随着这种考验，很难说明人类是生来就有耐心的。

所以，在这里我要提醒你：等待投资机会到来而不是追逐投资机会，你会做得更好。在卖家积极卖出的东西中挑选，而不是固守想要什么才买什么的观念，你的交易往往会更为划算。机会主义者之所以买进某种东西，因为它们是便宜货。在价格不低时买进则没什么特别。

在橡树资本管理公司，我们的格言之一：“我们不找投资，投资找我们。”我们尽量作壁上观。我们不会怀揣“购物清单”出门寻找，而是等待电话铃声响起。如果我们打电话给持有者说，“你有X，我们想买”，价格就会上去。但是，如果持有者打电话给我们说，“我们被X套牢了，想脱手”，价格就会下降。因此我们更喜欢相机而动，而不是发起交易。

任何特定时间点上的投资环境都是特定的，除了接受它并从中投资之外，我们别无选择。可供一搏的钟摆或周期极限并不总是存在。有些时候，贪

婪和恐惧、乐观和悲观、轻信和怀疑是平衡的，因此明显的错误是不会出现的。大多数定价可能看起来是大致公平的，而不是显著过高或过低。在这样的情况下，令人兴奋的低买高卖是不太可能出现的。

> 乔尔·格林布拉特：这是专业投资者最难掌握的技能之一：日复一日地工作，却一无所获。

识别市场环境并做出相应的行动决策是成功投资所必不可少的条件。其他可能的行为包括：在没有认清市场的情况下采取行动，在无视市场状况的情况下采取行动，相信我们可以在某种程度上改变市场。这些都是不可取的。结合我们所处的环境适当地投资才是明智之举。事实上，除此之外的其他任何做法都是行不通的。

我从哲学中得到了这个结论：

> 20世纪60年代中期，沃顿商学院的学生必须选择一门非商业辅修课，我通过辅修5门日本研究课程达到了这一要求。令我惊讶的是，这些课程成了我大学生涯的亮点，并且为我后来建立投资理念做出了重要贡献。
>
> 日本早期最有价值的文化之一是“无常”。在我看来，无常是对“转法轮”的认识，含有接受变化和起落的必然性之意……换言之，无常意味着周期有起伏，事物来而往，环境被改变的方式并不受我们的控制。因此，我们必须承认、接受、配合并且响应改变。这不就是投资的本质吗？
>
> 逝者已矣，覆水难收。过往造就了我们面临的现状。我们所能做的，不过是客观地认识环境，并以此为前提，做出我们能够做出的最好的决定。
>
> 《本来如此》，2006年3月27日

沃伦·巴菲特的理念比我的理念在精神层面上略少一些，他没有用“无常”，而是以棒球作为类比。

> 在伯克希尔·哈撒韦公司1997年的年报中，巴菲特提到了绰号为“利刺”的泰德·威廉姆斯——史上最伟大的击球手之一。对所参与的比赛进行深入研究是他成功的一个重要因素。他把好球区分解为77个棒球

大小的空间，并将结果绘制在本垒板上。他知道只有击打“最佳位置”的投球时，击球率才会更高。当然，即使有这样的认知，他也不可能整天等待完美投球；如果三投不中，他就要被三振出局。

早在1974年11月1日的《福布斯》上，巴菲特就指出，就这一点来说，投资者是有优势的，只要他们能够领悟。因为投资者不会被三振出局，所以他们不必承受行动的压力。他们可以错过无数机会，直到一个极好的机会出现在眼前：

“投资是世界上最棒的交易，因为你永远不必急着挥棒。你只需站在本垒板上，投手就会以47美元投给你通用汽车，以39美元投给你美国钢铁！没有人会被三振出局。在这里没有惩罚，只有机遇。你可以整日等待你喜欢的投球；当守场员恹恹欲睡时，你便可以快步上前一击命中。”

《你的游戏策略是什么》，2003年9月5日

乔尔·格林布拉特：我会经常想到这个类比（特别是当我有点儿犯懒的时候）。

投资最大的优点之一，是只有真正做出失败的投资时才会遭受损失。不做失败的投资就没有损失，只有回报。即使会有错失制胜机会的不良后果，也是可以容忍的。

塞思·卡拉曼：标准依然是很重要的。设定标准过高，你或许仍然持观望态度。设定标准过低，你将会立刻全力注入资金——这与你在没有标准时的表现毫无区别。经验和全方位的思维是设定标准的关键所在。

错失制胜机会为什么会产生不良后果？要知道，投资者是普遍为金钱而竞争的，因此没人会在失去获利机会时完全无动于衷。

对于帮别人理财的专业投资者来说，其中的利害关系更为严重。如果投资经理在繁荣期错过的机会太多，得到的收益太少，他们就会承受来自客户的压力，并最终失去客户。这在很大程度上取决于对客户习惯的培养。

克里斯托弗·戴维斯：进行有效的客户管理的关键总是在于——降低他们的期待。

橡树资本管理公司一直态度鲜明地表达我们的信念：投资失败比失去一个获利机会更值得重视。因此，比起全盘获利，公司将优先考虑风险控制。对此，我们的客户都有心理准备。

> 乔尔·格林布拉特：我们也许会仔细查看五六十种投资，以便从中发现少数的佼佼者。如果我们买了6种资产且进展顺利，并因此错过了50种应该购买的资产，那么我们也不会认为这将造成损失。

将球棒搭在肩上，站在本垒板上观望，是巴菲特对“耐心等待机会”的解读。当且仅当风险可控的获利机会出现时，才应该挥动球棒。为了做到这一点，我们应尽最大努力弄清我们所处的是一个低收益环境还是高收益环境。

几年前我想到了一个寓言，可以恰当地类比低收益环境。这个寓言叫作“猫、树、胡萝卜和大棒”。猫是投资者，需要应对投资环境，而树是环境的一部分；胡萝卜——接受新增风险的激励——来自似乎可以从高风险环境中获得的高收益，而大棒——放弃安全的动力——来自较安全的环境所提供的低水平预期收益。

胡萝卜诱惑着猫采取高风险策略，爬向更高的枝头捕食晚餐（它的目标收益），大棒则激励着猫向上爬，因为停在靠近地面的地方得不到食物。

在大棒和胡萝卜的共同作用下，猫不断向上爬，直到最终到达树尖，将自己置于危险境地。我们观察到的关键一点，是即使在低收益环境中，猫也在追求高收益并承担新增风险的后果，尽管它们自己往往并未察觉到这一点。

债券投资者将这一过程称为“攫取收益”，传统上用于表示随着较安全投资的收益下降，投资者为了得到在市场上涨之前的惯有收益而进行高风险信贷投资。这种为了延续收益而承担新加剧的风险的模式往往会在周期中不断重复。那些收益攫取者的座右铭似乎是：“如果不能通过安全投资得到你需要的收益，那么就通过高风险投资去得到它。”

在上一个10年的中期，我们目睹了这一行为的不断上演：

> （信贷危机之前，）投资者无法抵御杠杆的诱惑。他们借入低成本短期资金——期限越短，成本越低（如果你愿意承诺按月还款，你的贷

> 款成本就可以很低）。他们用这笔钱去购买流动性不足和（或）包含基本面风险因而能够提供高收益的资产。世界各地的机构投资者们凭借两枚提供低风险高收益的“银弹”——证券化与结构性的最新承诺，占领了华尔街。
>
> 从表面上看起来，这些投资很合理。它们承诺了令人满意的绝对收益，因为杠杆购买的收益大于资本成本——收益会很可观……只要不发生意外。
>
> 然而就像往常一样，对利润的追求导致了错误。预期收益看起来很好，但也有可能出现一系列极其糟糕的结果。许多技术和结构的成功靠的是其未来走势与过去相似。我们所依赖的许多“现代奇迹”并未经过验证。
>
> 《这一次没有什么不同》，2007年12月17日

值得注意的是，许多早期投资者中的佼佼者如今已不再是主要竞争对手（甚至退出了竞争）。一些投资者由于组织模式或商业模式的缺陷而在市场中步履蹒跚，其他投资者则因为坚持在低收益环境中追求高收益而不得不退出市场。

你无法创造并不存在的投资机会。坚持追求高收益是最愚蠢的做法——这个过程会榨干你的利润。愿望不会凭空创造机会。

在价格高的时候，预期收益低（风险高）是不可避免的。这简单的一句话对如何采取适当的投资行为具有重要的指导意义。如何将这一观察应用到实践中呢？

> 克里斯托弗·戴维斯：再次强调：高价会同时增加风险和降低收益。

2004年，我写了一篇叫作《当今的风险与回报》的备忘录。如第6章所述，我在其中表达了我的观点：第一，当时的资本市场曲线“低平”，意味着几乎所有市场的预期收益和风险溢价都处于有史以来的最低水平；第二，如果预期收益提高，那么很可能是通过价格下跌达到的。

但是，问题在于我们能怎么做呢？几周之后，我提出了几个可能性：

> 投资者该如何应对一个似乎只提供低收益的市场呢？

• 否认并进行投资。这种做法的问题在于你不会心想事成。简而言之，当被推高的资产价格表明不可能获得惯常收益的时候，做出惯常收益预期是毫无意义的。我很高兴收到了彼得·伯恩斯坦对我的备忘录的回信，他的信中有一些精彩的言论："市场不是有求必应的机器，它不会仅仅因为你需要就提供高额收益。"

乔尔·格林布拉特：这是一个出色的观点。

• 径直投资——试着接受相对收益，即使绝对收益不具有吸引力。

• 径直投资——忽略短期风险，关注长期风险。这种做法不无道理，特别是当你承认市场时机难以判断、资产难以进行战术性配置的时候。但在这样做之前，我建议你先得到投资委员会或其他投资成员同意忽略短期损失的承诺。

• 持有现金——对于需要满足精算假设或花费率的人、希望自己的钱永远"被充分利用"的人，或对眼睁睁地看着别人赚钱而自己没赚钱长期感到不安（或者会丢掉工作）的人来说，这样做是有难度的。

塞思·卡拉曼：近年来，持有现金已经彻底过时了，却最终成了逆向投资者选择的投资行为。

• 就像过去几年里我一直不厌其烦重复的那样，将投资集中在"特定利基与特定人群"上。但是随着投资组合的增长，这样做的难度会越来越大。识别真正有天赋、有纪律、有耐力的投资经理当然并不容易。

事实是，当投资者面临预期收益和风险溢价不足的情况时，是没有简单答案的。但是我坚定地认为，有一种做法——一个典型误区——是错误的：攫取收益。

考虑到今天处于低风险一端的投资预期收益不足，而被大肆宣扬的解决方案位于高风险的一端，许多投资者正在将资本转向更高风险（或至少不那么传统）的投资。但是，当他们进行高风险投资的时候，恰恰是投资的预期收益达到历史最低点的时候，他们因风险递增而获得的收益增量是有史以来最低的，他们正参与到在以往预期收益更高的时候拒绝做（或做得较少）的事情中来。这可能恰恰是通过提高风险来增加收益的错误时间。你应该在别人都离场的时候，而不是在他们和你竞逐的时候承担风险。

《又来了》，2005年5月6日

> 塞思·卡拉曼：这凸显了投资收益要求中的一个陷阱，就像企业养老基金被迫所做的那样。企图赚取高额收益不仅无法使你盈利，还会以类似于提高风险的方式，使你经历短期的损失和下跌，这无疑使你雪上加霜。

显然，这篇备忘录写得太早了。2005年5月并不是离开旋转木马的最佳时机——2007年5月才是。过早的善意提醒会带来过于超前的痛苦。即便如此，2005年5月的过早离场也远远好过在2007年5月时仍然滞留。

> 乔尔·格林布拉特：高价值评估通常会比预期中的更高、更持久，令训练有素的、有耐心的投资者屡屡受挫。

我一直在试图阐明投资环境对投资结果有着重大影响。在低收益环境中得到较高收益，需要具备逆流而上的能力，以及找到相对较少的制胜投资的能力。这必须建立在高超的技巧、高风险承担和良好运气相结合的基础上。

另一方面，高收益环境所提供的高额收益机会是通过低价买进实现的，并且通常是低风险的。举例来说，在1990年、2002年和2008年的危机中，我们的基金不仅取得了罕见的高额收益，而且是通过损失概率很小的投资做到这一点的。

买进的绝佳机会出现在资产持有者被迫卖出的时候，在经济危机中，这样的人比比皆是。资产持有者出于以下原因，一次又一次地成为强制卖家：

- 他们管理的基金被撤销。
- 投资组合不符合投资规定，例如不满足最低信用评级或最高仓位限制。
- 因为资产价值低于与出借方在合约中约定的金额而收到追加保证金的通知。

> 保罗·约翰逊：有趣的是，尽管马克斯只是有所暗示，但投资者

应该学着绝不要让自己成为这样的强制卖家。

我已说过很多次，积极投资管理的真正目标是以低于价值的价格买进。有效市场假说认为我们做不到这一点。它的反对理由似乎很有道理：人们何必以特价卖出某种东西呢，特别是潜在卖家都明智而理性的时候。

一般来讲，潜在卖家会在卖个好价和尽快卖掉之间做出权衡。强制卖家的妙处在于他们别无选择。他们被枪指着脑袋，必须不计价格卖出。如果你是交易的另一方，那么“不计价格”这四个字将是世界上最美妙的词汇。

如果强制卖家只有一个，那么无数买家会蜂拥而至，交易价格只会稍有下降。但是，如果混乱大规模扩散，就会同时出现大量的强制卖家，能够提供必需流动性的人则寥寥无几。授权交易的难题——价格急跌，贷款撤回，交易对手或者客户恐慌——对大多数投资者有着同样的影响。在这种情况下，价格可能会跌得远低于内在价值。

2008年第四季度所发生的一切就是一个混乱时期的流动性需求的绝佳例子。让我们以持有优质银行贷款杠杆投资的实体为例。这些贷款的评级很高，在危机发生的前几年能够实现无条件信贷，因此，借入大笔资金，通过债务组合杠杆投资来提高潜在收益是很容易办到的。通常，一个以“保证金”交易的投资者可能会在价值1美元的附属担保品跌到85美分以下时，同意追加新增资本。而以过去的经验来看，这样的贷款几乎从来没低于“面值”（也就是100美分）交易过。

信贷危机爆发后，对于进行银行贷款杠杆投资的投资者来说，一切全都不对劲了。（而且因为这些所谓的安全贷款的收益率实在太低，几乎所有买家都是用杠杆来提高预期收益的。）贷款价格下跌，流动性枯竭。由于多数交易是利用借入资本进行的，因此信贷市场的紧缩对大批持有者造成了影响。潜在卖家数量激增，付现买家消失。随着新增信贷难以获得，再也没有新的杠杆买家能够挺身而出，吸收如此巨大的销量。

贷款价格跌到95美分、90美分、85美分……随着所有的投资组合都达到“触发点”，银行开始发出追加保证金通知或提出资本输注要求。在这种环境下，几乎没有投资者有追加资本的资源和胆量，于是银行接管投资组合并对其进行清算。“整体竞购”开始被广泛使用。投资者会在下午收到整体竞购通知，然后被告知次日上午进行拍卖竞标。仅有的少数潜在买家出价极低，以期拿到真正的便宜货（人们不必担心出价过低，因为整体竞购一个紧接着一个）。银行并不关心是否得到了公允价格，它们需要的不过是足够抵偿贷款的收入（可能是75美分或者80美分）。超额部分都归投资者所有，银行并不在乎。因此整体竞购会以极低的价格进行。

贷款价格最终跌到60多美分，每一位得不到新增资本的短期信贷持有人都有可能被清出局。卖价低到荒谬。在2008年，优质贷款指数比高收益次级债券指数衰退得还要厉害，释放出一个确凿无疑的无效信号。以你买进优先受偿债务的价格，即使发行公司最终只值一两年前收购基金出价的20%~40%，你也能保本。承诺收益率是很可观的。事实上，大部分证券在2009年都有显著的上涨。

这就是耐心等待机会者采取行动的时机。只有已经认识到2006年与2007年所蕴含的风险并且做好准备、等待机会的人，才有这样做的能力。

在危机中，我们关键要做到远离强制卖出的力量，并把自己定位为买家。为达到这一标准，投资者需要做到以下几点：坚信价值，少用或不用杠杆，拥有长期资本和顽强的意志力。在逆向投资的心态和强大资产负债表的支撑下，你只有耐心地等待机会，才能在灾难中收获惊人的收益。

> 保罗·约翰逊：尽管极端的挑战可能会出现，但这不失为一个绝佳的建议。

# 14
# 认识预测的局限性

> 我们有两类预言家：无知的和不知道自己无知的。
>
> 约翰·肯尼斯·加尔布雷斯
>
> 想到自己不知道某些事情令人忧心，而想到这个世界在被一群自以为是的人控制着，则更令人恐惧。
>
> 阿莫斯·特沃斯基
>
> 赔钱的人有两种：一无所知的和无所不知的。
>
> 亨利·考夫曼

我从上百万条类似的名言警句里选用了三句来开启本章。认识预测的局限性是我的投资方法的一个重要组成部分。

我坚定地相信了解宏观未来很难，很少人拥有可转化为投资优势的知识。不过我要补充两点：

- 对细节关注得越多，越有可能获得知识优势。通过勤奋的工作和专业的技术，我们能比旁人知道更多关于个别公司和证券的信息，但想要在对于整个市场和经济的认知上做到这一点则很难。因此，我建议大家要努力做到“知可知”。

- 我将在下一章详细论述的另一个建议是，投资者应尽量弄清自己在周期和钟摆中所处的阶段。这不会令未来变得可知，但它能帮助人们为可能的发展做好准备。

我不会试图去证明未来无法预知的观点。我们是无法证明否定句的，当然也包括这一结论。不过，我还没有碰到过永远知道宏观未来走势的人。同样，在你追随的所有经济学家和战略家中，有谁在大部分时间里都是对

的？

保罗·约翰逊：我是这样总结这一章的：谨慎地对待你自己的预测，至于别人的预测则要更加小心！我从这章中发现了这个重要的信息，并传授给学生们。大多数人在20多岁到30岁时，对自己的能力过于自信，特别是在预测未来这一方面。无论我展示了多少事实以削弱预测的价值，多数的学生仍无所畏惧地离开了学校。我确信这些学生将从马克斯出色的处理方式中受益匪浅——即不可能持续地做出价值预测。



我在这个问题上的“研究”（我用了引号，因为我在这个领域付出的努力实在有限，此处仅将逸事当成严肃研究）主要包括：了解预测和观察预测的无效性。研究的结果是我写了两篇备忘录——《预测的价值，或雨来自何处？》（1993年2月15日），以及《预测的价值II，或给男人一支雪茄》（1996年8月22日）。在第二篇备忘录中，我用了《华尔街日报》上的三组半年经济调查数据来检验预测的效果。

第一，预测大体准确吗？答案显然是“否”。平均下来，6个月后及12个月后的90天国债利率、30年期债券收益率、美元兑日元汇率的预测值与实际值相差15%。6个月后的长期债券收益率的平均预测值与实际值相差96个基点（差异足够大到每1 000美元产生120美元的出入）。

第二，预测有价值吗？准确预见到市场变化的预测是最有用的。如果你预测到某种东西在今后并且永远不会发生变化，那么这样的预测不会为你赚太多的钱。准确预测到变化才有可能带来高额回报。通过对《华尔街日报》数据的观察，我发现有几个重大变化（如果人们在当时做出准确的预测，就能帮助人们获利或是避免损失）完全没有被人们预测到：1994年和1996年的加息，1995年的减息及美元兑日元汇率的巨幅波动。总而言之，预测的变化和实际变化之间没有太大的相关性。

第三，预测来源于什么？答案很简单：预测大多由推论而来。预测的平均效率在5%以内。像许多预言家一样，经济学家们在驾驶时都紧盯着后视镜。他们只能告诉我们有什么东西存在，却不能告诉我们要去向何方。这验证了那句老话——“准确预测很难，预测未来更难。”由此可知：预测过去是再简单不过的一件事。

第四，预测准确过吗？答案是相当肯定的。举例来说，每次在做半年预测时，都有人能够将30年期债券收益率的预测误差控制在10到20个基点

内，即使利率变化很大。这样的结果比共识预测的70到130个基点的预测误差要准确得多。

第五，如果预测有时候很准——准得一塌糊涂——那么我为什么这么抵触预测呢？因为一次准确并不重要，重要的是长期都能准确。

我在1996年的备忘录中进一步列举了“提醒你应谨慎听取胜利者预测的两件事”。首先，调查发现，除了取胜的那一次外，胜利者通常预测得并不准确。其次，调查发现，胜利者的错误预测中有一半比共识预测错得还要离谱。这篇备忘录里最重要的当然不是数据，而是其中的结论（假设结论是正确并且可以推广的）及其影响。

> 有一种方法有时候是正确的，就是一直看涨或一直看跌；如果你持有一个固定观点的时间足够长，那么迟早你会是对的。即使你是一个门外汉，你也有可能因为偶尔准确地预见到别人没有预见到的东西而得到大家的赞赏。但是，这并不意味着你的预测总是有价值的……
>
> 对于宏观未来的预测可能偶尔准确，但并不是经常性的。仅仅知道一大堆预测里有几个准确是没用的，你必须知道哪几个是准确的。如果准确的半年预测来自不同的经济学家，那么很难相信共同预测到底有多大价值。
>
> 《预测的价值II，或给男人一支雪茄》，1996年8月22日



这一关于预测的讨论表明，我们面临着两难境地：投资结果完全取决于未来发生的一切。然而，尽管在一切“正常”的大部分时间里，我们有可能推知未来将会发生什么，但是在最需要预测的紧要关头，我们却几乎无法预知未来将会发生什么。

保罗·约翰逊：借此，马克斯展示了重要的投资困境。

- 多数时候人们会根据既往经验来预测未来。
- 人们不一定是错的：未来的多数时候在很大程度上是既往的重演。
- 从这两点出发，可以得出“预测在大多数时间里是正确的”的结论：人们往往会根据既往经验做出通常准确的预测。

• 然而，根据既往经验做出的准确预测并不具备太大价值。正如预测者通常会假设未来和过去非常相似一样，市场也会这样做，从而根据既往价格延续性定价。因此，如果未来真的与过去相似，那么赚大钱是不可能的，即使是那些做出准确预测的人。

• 然而，未来每隔一段时间就会与过去大不相同。

• 此时的准确预测具有巨大价值。

• 此时也是预测最难准确的时候。

• 某些在关键时刻做出的预测能最终被证实是对的，表明准确地预测关键事件是有可能的，但同一个人持续做出准确预测是不太可能的。

• 总而言之，预测的价值很小。

保罗·约翰逊：在我所读过的关于预测之缺陷的论著中，这9枚“子弹”是最佳的论述。

如果你需要证据，问问自己：有多少预测者能准确地预测到2007—2008年的次贷危机、全球信贷危机和大规模崩溃？你也许能想到几个人，并且相信他们的预测是有价值的。但是，接下来再问问你自己：这些人中有几个继续准确地预测到了2009年经济的缓慢复苏和市场的大规模反弹？我想答案是“极少”。

这并非巧合。准确预测到2007—2008年危机的人至少有一部分原因是他们具有消极倾向。因此，他们很可能对2009年继续保持悲观态度。预测的整体效用不大……即使他们对过去80年里发生的某些重大金融事件的预测相当准确。

所以，关键问题不是“预测是否有时是准确的”，而是“总预测——或某个人的所有预测——是始终可行并具有价值的吗”。任何人都不应对肯定答案抱太大希望。

对2007—2008年金融危机的准确预测有着巨大的潜在价值。但是，如果你发现它来自一个总是预测不对的人，并且这个人有着明显的消极倾向，那么你还会采取行动吗？这就是预测不一致带来的问题：预测者并非从来没有准确预测过，但是，他们的成绩不足以激励人们在偶发灵感时采取行动。

坦白地说，我对预测和相信预测的人持保留意见。事实上，我已经想到要为这些人贴一个什么样的标签了。

这些年来，我碰到的大部分投资者都是属于“我知道”学派的，很容易辨认。

• 他们认为，关于经济、利率、市场的未来趋势以及广受追捧的主流股票的知识，是投资成功必不可少的。

• 他们相信这些知识是可以掌握的。

• 他们相信自己是能够成功的。

• 他们知道许多人也在做同样的努力，但是他们认为人人都能同时成功，或者只有少数人能成功，而他们是其中之一。

• 他们很放心地根据自己对未来的看法进行投资。

• 他们乐于和别人分享自己的观点，尽管准确预测的价值本应重大到不可能有人愿意无偿赠送的地步。

• 作为预测者，他们很少回过头去严格评估自己的预测记录。

保罗·约翰逊：人类愿意去进行预测（这显然是我们的天性使然），我猜想没有任何证据能够阻止大多数人去这样做。马克斯建议，至少要保留一次自己的预测记录。

“自信”是描述这一学派成员的关键词。相反，对“我不知道”学派来说，关键词——特别是在应对宏观未来时——是谨慎。这一学派的信徒普遍相信，未来是不可知，也是不需要知道的，正确目标是抛开对未来的预测，尽最大努力做好投资。

作为“我知道”学派的一员，你对未来侃侃而谈（说不定你还会让别人做笔记）。你可能会因为自己的观点而受到追捧，被人们奉为座上宾……特别是在股市上涨的时候。

加入“我不知道”学派的结果更加复杂。很快你就会厌倦对朋友或者陌生人说“我不知道”。不久后，亲戚们也不再追问你对于市场趋势的看法。你将永远体会不到千分之一预测成真以及被《华尔街日报》刊登照片的乐趣。另一方面，你也能避免所有的预测失误以及对未来估计

过高所带来的损失。

《我们与他们》，2004年5月7日

没有人喜欢在未来大多不可知的前提下投资未来。另一方面，如果真是这样的话，我们最好正视现实，寻找其他应对方法，而不是徒劳地预测。无论投资世界强加给我们多少限制，承认并适应比否认并冒进要好得多。

保罗·约翰逊：在此，马克斯提出了一种终极的投资挑战，还有一种关于继续做出预测的关键性动因。

哦，对了，还有一件事：最大的问题往往出现在投资者忘记概率与结果的区别的时候——也就是当他们忘记预测限制的时候：

- 当他们相信概率分布的形状可知（并且他们知道）的时候。
- 当他们假定最可能的结果就是必然结果的时候。
- 当他们假定预期结果能准确代表实际结果的时候。
- 也许最重要的是，当他们忽略罕见结果发生的可能性的时候。

霍华德·马克斯：理解不确定性：风险和不确定性并不等同于损失，但是在实际中出现错误时，它们却为损失埋下了隐患。某些最重大的损失出现在对预测能力过度自信的时刻，投资者会低估可能性的范畴、具体化的难度和意外的后果。

对这些限制条件掉以轻心的鲁莽的投资者很可能在投资中犯错，并因此遭受极大损失。这正是发生在2004—2007年的一切：许多人高估了结果可知与可控的程度，从而低估了行动的风险。

“预测未来是否有用”的问题，不是单纯的好奇或学术探讨。它对投资者行为有或应有重大影响。如果行动决策的结果在将来才能揭晓，那么很显然，你对能否预测未来的看法，将会让你采取不同的行动。

投资者必须回答的一个关键问题，是他们认为未来是否可以预知。认

为可以掌握未来的投资者会采取武断行动：定向交易、集中仓位、杠杆持股、寄希望于未来的增长——换句话说，即行动的时候不把预测风险考虑在内。另一方面，那些认为不能掌握未来的投资者会采取截然不同的行动：多元化、对冲、极少或者不用杠杆、更强调当前价值而不是未来的增长、高度重视资本结构、通常为各种可能的结果做好准备。

第一种投资者在经济崩溃之前会做得更好，但是当崩溃发生时，第二种投资者会有更充分的准备和更多的可用资本（以及更好的心态）从最低点抄底获利。

《试金石》，2009年11月10日

如果未来是可知的，防守就是不明智的。你应该积极行动，以成为最伟大的赢家为目标，没有任何损失需要你担心。多元化是不必要的，杠杆是可以最大化的。事实上，过度谨慎会产生机会成本（放弃利润）。

另一方面，如果你不知道未来会发生什么，自以为是的行动就是鲁莽。回过头去再听一听本章开篇时阿莫斯·特沃斯基他们是怎么说的，结果就很清楚了。不可知论者投资不可知的未来令人不安，摆出无所不知的姿态投资不可知的未来则近乎愚蠢。也许马克·吐温说得最好：“人类不是被一无所知的事所累，而是被深信不疑的事所累。”

无论是进行脑外科手术、越洋竞赛还是投资，过高估计自己的认知或行动能力都是极度危险的。正确认识自己的可知范围——适度行动而不冒险越界——会令你获益匪浅。

# 15
# 正确认识自身

> 我们或许永远不会知道要去往哪里，但最好明白我们身在何处。

市场周期给投资者带来了严峻的挑战，例如：

- 不可避免的市场涨跌。
- 对投资者业绩的重大影响。
- 无法预知的幅度和转折时机。

因此，我们不得不应付一股有着巨大影响但在很大程度上不可知的力量。那么，面对市场周期我们该怎么做呢？这个问题至关重要，但是显而易见的答案往往是错误的。

第一种可能的答案，是我们应否认周期的不可预测性，加倍努力地预测未来，将新增资源投入战斗，并根据我们的预测结果进行投资。但是，大量的数据和经验告诉我，关于市场周期，唯一能够预测它的是它自身的必然性。此外，优异的投资结果来自对市场的更多了解。但是，真的有那么多人比大众更了解市场周期的转折时机和区间吗？我找不到令我满意的证明。

第二种可能的答案，是承认未来的不可预测性，忽略市场周期。我们不再费力预测周期，而是尽力做好投资并长期持有。既然我们无法知道该何时增持或者减持，也不知道该何时更积极或者更防御，那么我们只能投资，完全忽略周期及其影响。这就是所谓的“买进并持有”法。

不过，还有第三种可能的答案——在我看来最为正确的答案：为何不试着弄清我们处在周期的哪个阶段，以及这一阶段将对我们的行动产生怎样的影响？

在投资领域里……周期最可靠。基本面、心理因素、价格与收益的涨跌，提供了犯错或者从别人的错误中获利的机会。这些都是已知的事实。

我们不知道一个趋势会持续多久，不知道它何时反转，也不知道导致反转的因素以及反转的程度。但是我相信，趋势迟早都会终止。没有任何东西能够永远存在。

那么，面对周期，我们能做些什么呢？如果不能预知反转如何以及何时发生，那么我们该怎么应对呢？关于这个问题，我坚持我的意见：我们或许永远不会知道要去往哪里，但最好明白我们身在何处。也就是说，即使我们不能预测周期性波动的时间和幅度，尽力弄清楚我们处于周期的哪个阶段并采取相应的行动也是很重要的。

《本来如此》，2006年3月27日

保罗·约翰逊：我尊重马克斯对该主题的定位。然而，这个目标并不像他建议的那样简单。他的确是在备忘录中提出了合理的妥协，我认为这具有可行性。

如果能够成功预测钟摆的摆动并采取正确的行动该多好，但这无疑是一个不切实际的愿望。我认为以下做法更为合适：第一，当市场已经到达极端的时候，保持警惕；第二，相应地调整我们的行为；第三，最重要的是，拒绝向导致无数投资者在市场顶部或底部犯下致命错误的群体行为看齐。

《第一季度表现》，1991年4月11日

我并不是说如果我们知道自己处于周期的哪个阶段，我们就会准确地预知接下来会发生什么。不过我的确认为，对自身处境的正确认识会为我们了解未来事件、采取相应对策提供宝贵的洞见，这就是我们希望得到的一切。

当我说现状可知（不同于未来）的时候，我并不是说这种认识是自发产生的。就像与投资相关的大多数东西一样，它需要付出努力，而它是可以实

现的。以下是我认为在认识现状过程中需要注意的几个重要方面。

我们必须对现在发生的事保持警惕。哲学家桑塔耶纳说过："忘记过去的人注定会重蹈覆辙。"同样，我相信那些不知道周遭正在发生什么的人一定会受到惩罚。

如果我们是警觉的人或是留心的人，就能够评估我们周围那些人的行为，并以此来判断我们应该做什么。

这里最关键的成分是"推断"——这是我最喜欢的一个词。每个人都能通过各种各样的媒体了解每天发生的事情，但是有多少人能够理解这些事背后所折射出来的信息：市场参与者的心理是什么样的，投资气候是怎样的，我们应该如何应对。

简单地说，我们必须努力想明白周围发生的事情的含义。当其他人无所顾忌，充满自信地激进买入时，我们应该高度谨慎。当其他人都吓得一动也不敢动，或者恐慌性地割肉卖出时，我们应该变得更加激进。

所以看看你的周围，问问你自己：投资人乐观还是悲观？媒体名嘴认为：现在的市场，投资人应该加仓买入，还是应该避开？新型的投资方案很容易被市场接受，还是被拒绝？证券发行和基金放开申购，被视为是发财的机会，还是亏钱的陷阱？信贷周期现在的阶段是资本更容易获得，还是资本更难得到？市盈率参照历史水平来看，是过高还是过低？信用利差收窄还是加大？

所有这些因素都很重要，但是它们都不需要预测。我们可以做出非常优秀的投资决策，只需要仔细观察现在的情况，并以此为基础去做决策，而并不需要猜测未来会如何。

> 保罗·约翰逊：当投资者定期检测市场温度时，这些富有洞察力的问题能够轻而易举地充当检测标准。

关键是你要留意这些事件，让事件告诉你应该做什么。虽然市场沿着周期曲线行进的时候，并不会天天大声高喊"采取行动"，但是市场周期走到极端时，确实会如大喊大叫一样发生强烈的信号。这时倾听市场发出的声音非常重要。

市场及其参与者将2007—2008年视为痛苦时期或人生中最宝贵的经验。当然二者都是对的，但是拘泥于前者没有太大帮助，理解后者才能帮助人

们成为更好的投资者。毁灭性信贷危机就是证明正确观察现状的重要性以及试图预测未来的愚蠢性的最佳例子。这是一个值得深入探讨的问题。

回顾2007年年中金融危机爆发前的那段时间，很明显，投资者在不知不觉中承担了过度风险。随着投资者对股票、债券的态度降温，资金流向“另类投资”，如私募股权、企业收购，其金额之巨大已经注定了失败的厄运。人们对投资房地产能够确保收益并能抵御通胀的观点深信不疑。低利率、宽松条款的资本极易得到，刺激着人们过度使用杠杆。

如果人们事后才察觉风险，那么其意义并不大。问题在于警惕与推理是否帮助人们躲过了2007—2008年市场衰退的全面冲击。以下是我们看到的某些过热指标：

- 高收益率债券和低于投资级别的杠杆贷款的发行创下纪录。
- 在高收益率债券中，“CCC”评级债券的占比非常高，通常这一质量标准的新债券是不能被大量出售的。
- 为筹集派息资金而发行债务成为惯例。在正常时期，这类增加发行者风险且对债权人无益的交易是很难实现的。
- 在以债买债的优惠条件下，债务发行得越来越多，而保护债权人的条款却很少或者没有。
- 以前罕见的“AAA”评级被授予上千种未经验证的结构性投资工具。
- 收购需要的现金流越来越多，杠杆比值也越来越高。平均下来，收购公司在2007年支付的美元现金流比2001年高出50%以上。
- 公司收购发生在周期性很强的产业（如半导体制造业）中。在谨慎时期，投资者不会在周期性产业中应用杠杆。

考虑以上所有因素，可以得到一个明确的推论：资本提供者在竞相提供资本，他们放松条款和利率，而不是要求资本得到充分保护和可获得潜在收益。对善于思考的投资者来说，世界上最吓人的几个字——过多的资金追逐过少的交易——恰如其分地形容出了市场状况。

霍华德·马克斯：最危险的事：当买家争着向市场投入大量运作资本时，会出现——价格被推至高于价值，预期中的反弹缩减，风险骤升。只有当买家对卖家处于相对的主导地位时，你才会有

被过高估价的资产。这个警示应该不难发现。

当过多资金参与竞逐的时候，你是能够分辨出来的。市场交易量不断上升，交易容易度也在上升，资本成本下降，被收购资产的价格被连续交易抬高。资本洪流是一切发生的根源。

> 如果你的工作是制造汽车，并且希望能够长期更好地把汽车销售出去（也就是说，从其他竞争者手中抢占永久市场份额），那么你会努力把产品做得更好……这就是为什么大部分销售在推销时会以这样或那样的方式说："我们是更好的。"然而，有很多产品是无法被差异化的，经济学家们称之为"货品"。任何卖家销售的"商品"都没有太大差别，因为在交易时，买家往往只考虑价格因素——每个买家都倾向于购买交货价最低的商品。所以，如果你进行的是商品交易，并且想卖出更多，那么通常有一种方法是可行的：减价……
>
> 将钱视同为"商品"有助于你加深理解。每个人的钱都大同小异。不同的是机构希望提高贷款量，私募股权基金公司和对冲基金公司希望提高手续费。相同的是它们都想调拨更多资金。所以，如果你想存放更多资金——也就是说，让人们找你，而不是你的竞争对手来融资——那么你必须让自己的钱更"便宜"。
>
> 降低价格的一种方法是降低你的贷款利率。稍微巧妙一点儿的方法是同意为你购买的东西付出更高的价格，例如以更高的市盈率买入普通股，或者在收购公司时付出更高的总成交价。无论你用任何方法削减成本，你都要做好预期收益更低的心理准备。
>
> 《逐底竞争》，2007年2月17日

在这一危险时期，投资者可能已经观察到并且需要警惕的一个趋势，是市场对我之前所形容的"银弹"或者"必胜投资"的态度从怀疑到轻信的转变。善于思考的投资者可能注意到，人们对"银弹"的欲望越来越强烈，意味着贪婪已经战胜恐惧，标志着一个无怀疑市场（因此是高风险市场）的形成。

在过去10年里，对冲基金特别是那些所谓的"绝对收益"基金被视为是绝对安全的。这些多（空）基金或套利基金不会通过"定向"投资市场趋势来追求高额收益。而且，无论市场涨跌，基金经理凭借自己的能力或技术，都能获得8%～11%的稳定收益。

很少有人意识到，稳定获取这一水平的收益是一个多么非凡的成就——简直好到不像是真的（注：这正是伯纳德·麦道夫所声称的收益范围）。很少有人怀疑有多少基金经理具备足够的能力创造这一奇迹，特别是在大幅削减管理费和绩效费之后；他们能够管理的资金有多少；那些下注在微小统计差异上的高杠杆投资遭遇逆境时将会怎样。（在艰难的2008年，基金的平均损失约为18%，表明“绝对收益”这一短语被滥用和误用了。）

正如我们在第6章详细讨论的一样，在那个时候我们听到的说法是通过证券化、分级、预售、脱媒化和脱钩等新兴手段，风险已经被消除了。在这里特别值得注意的是分级。分级指的是把投资组合的价值和现金流分配到不同级别的利益相关者身上。最高层级持有者有优先清偿权，因此，他们享有获取最高安全且相对较低的收益的权利。最低层级持有者是“第一损失”债权人，作为承担高风险的补偿，在清偿优先级债权人的固定索偿后，他们享有剩余部分所带来的高收益潜力。

在2004—2007年出现了一个概念：如果你将风险切分成较小的部分，然后把它们卖给最适合持有的投资者，风险就消失了。这听起来很神奇。然而，不巧的是，许多最可怕的崩溃的发生正是从被人们寄予厚望的分级证券化开始的：投资恰恰毫无神奇可言。

绝对收益基金、低成本杠杆、无风险房地产投资和分级债务工具风靡一时。当然，它们的所有错误都在2007年8月开始清晰起来。事实证明，风险并没有被分散，反而是投资者的信任过度和怀疑不足增加了风险。

2004年到2007年中期这段时间，是投资者降低风险、取得优异表现的绝佳时期，只要他们足够敏锐地认识到未来将要发生什么并有足够的信心采取行动。你真正要做的是在市场过热时测量市场温度，并在它持续升温时离场。我们在第11章里讨论过遵守逆向投资原则的典型例子。已经削减了风险并在危机发生前做好准备的逆向投资者们在2008年的崩溃中损失得更少，并且有从崩溃带来的大特价中获利的机会。



很少有领域的战略战术决策不受周围环境的影响。我们踩油门的力度取决于道路是空旷还是拥挤。高尔夫球手根据气流选择球杆。人们根据天气变化选择外套。投资行为难道不应受投资环境的影响吗？

很多人根据他们对未来的预测努力调整自己的投资组合。但同时大多数人必须承认，未来的能见度并不是很高。这就是为什么我强调要顺应当前现实及其影响，不要寄希望于明确的未来。

《本来如此》，2006年3月27日



小人物的市场评估指导：

这里有一个简单的练习，可以帮助你测量未来市场的温度。我列出了一些市场特性。从任意一对词语中选出一个你认为最能贴切地描述当前状况的词语。如果你发现你的标记大部分在左侧栏里，那么你就要像我一样，看紧自己的钱包。

表15–1 市场评估指南

| | | |
|---|---|---|
| **经济现状** | 生机勃勃 | 停滞不前 |
| **经济展望** | 正面有利 | 负面不利 |
| **贷款机构** | 急于放贷 | 缄默谨慎 |
| **资本市场** | 宽松 | 紧缩 |
| **资本供给** | 充足 | 短缺 |
| **融资条款** | 宽松 | 严格 |
| **利率水平** | 低 | 高 |
| **利差水平** | 窄 | 宽 |
| **投资者** | 乐观<br>自信<br>渴望买进 | 悲观<br>忧虑<br>无心买进 |

| 资产持有人 | 乐于持有 | 急于卖出离场 |
| --- | --- | --- |
| 卖家 | 稀少 | 众多 |
| 市场 | 人群拥挤 | 乏人问津 |
| 基金 | 申购门槛高<br>每天都发新基金<br>基金管理人说了算 | 向所有人开放申购<br>只有最好的基金才能募资<br>基金投资人有话语权 |
| 近期业绩表现 | 强劲 | 萎靡 |
| 资产价格 | 高 | 低 |
| 预期收益 | 低 | 高 |
| 风险 | 高 | 低 |
| 流行风格 | 激进<br>四处投资 | 审慎且自律<br>精挑细选 |
| 正确风络 | 审慎且自律<br>精挑细选 | 激进<br>四处投资 |
| 易犯错误 | 买进太多<br>高价追涨<br>承受太多风险 | 买进太少<br>离开市场<br>承受太少风险 |

《本来如此》，2006年3月27日

克里斯托弗·戴维斯：如果可以用这个表格进行测量，那么其效用会更加显著。例如，以1~5为等级来进行分类，并在必要的地方使用“是/否”。通过这些修改，这个表格就是一个很不错的指南。

乔尔·格林布拉特：这个表格棒极了，也是一个很好的练习。

保罗·约翰逊：我强烈地感觉到，投资者通过一年浏览两次这个表格，就能密切关注市场钟摆的摇摆动向。在第一个10年之后，投资者从这个表格体现出的市场历史动向中获得丰富的数据。真希望我在10年前就有这样一个表格！



市场处在周期性运动中，有涨有跌。钟摆在不断摆动，极少停留在弧线的中点。这是危险还是机遇？投资者该如何应对？我的回答很简单：努力了解我们身边所发生的事情，并以此指导我们的行动。

# 16
# 重视运气

> 每隔一段时间，就会有一个在不可能或不明朗的结果上下了高风险赌注的人，结果他看起来像一个天才。但我们应该认识到，他之所以能够成功，靠的是运气和勇气，而不是技能。

投资领域并不是一个可以预见未来、特定行为总能产生特定结果的有秩序有逻辑的地方。事实上，投资结果在很大程度上受运气支配。有些人喜欢把它叫作“偶然性”或“随机性”，这些词听起来的确比“运气”更加高深。但归根结底它们都是同一件事：我们作为投资者所取得的成功深受偶然因素的影响。

> 保罗·约翰逊：对我而言，本章的主题是这样的：学着诚实地对待你自己的成功和失败。学着认识运气在获得结果的过程中所扮演的角色。学着发现结果是怎么得来的——这与技能有关，也离不开运气。直到学会识别真正的成功源泉何在，一个人才能免于被不确定性愚弄。

为了阐明运气的概念，在本章中我要阐述纳西姆·尼古拉斯·塔勒布在《随机漫步的傻瓜》一书中表达的某些思想。我的某些观点产生于看塔勒布的书之前，但是塔勒布在他的书里把所有观点都串到了一起，并且增添了新的内容。我认为这是投资者要看的最重要的书之一。我在2002年写下名为“收益及其获得方法”的备忘录时，借鉴了塔勒布的某些思想，其中包括节选了《随机漫步的傻瓜》的内容，并在备忘录中以斜体标出。

> 保罗·约翰逊：我也是塔勒布的忠实读者，本章中会有很多来自塔勒布的精辟见解。我特别喜欢塔勒布关于“未然历史”的概念，而马克斯则出色地将这一概念融汇到了他的投资哲学中。

随机性（或者运气）对结果起着巨大的作用，应区别对待随机事件与非随机事件带来的结果。

因此，在评判投资结果是否具有可重复性时，我们必须考虑随机性对投资经理的表现的影响，必须考虑他们的业绩靠的是技能还是单纯的运气。

玩俄罗斯转盘赚来的1 000万美元，其价值不同于靠辛勤努力和娴熟的牙医技术赚来的1 000万美元。两者的金额相同，能买相同的东西，但前者的随机成分比后者高。对会计师来说，它们完全相同……不过在内心深处，我总觉得它们的性质很不一样。

考察投资业绩时，应参考其他可能的结果——塔勒布称之为“未然历史”——像“有形历史”一样容易发生的历史。

很明显，我判断事物的方式在本质上是概率论，它的依据是什么都有可能发生……

我们听说过的历史上最伟大的将领或者发明家，不外乎是因为他们承担了极大的风险（像成千上万人那样），然后碰巧成功了。他们聪明、无畏、高尚（有时），有着在他们那个时代所能获得的最高素养，但成千上万的其他人注定只能成为陈腐的时代注脚。

有时候每隔一段时间，就会有一个在不可能或不明朗的结果上下了高风险赌注的人，结果他看起来像一个天才。但我们应该认识到，他之所以能够成功，靠的是运气和勇气，而不是技能。

想想同时掷出两个6点才能取胜、胜率是1/36的十五子棋玩家。选手接过色子加倍下注，然后赚到他的大篷车。这也许不是一个明智的赌博，但是因为他赢了，所以人人都认为他很聪明。我们应该想一想同时掷出两个6点以外的其他情况发生的可能性，从而了解玩家取胜是多么幸运。这足以显示玩家再次取胜的可能性……

短期来看，很多投资之所以成功，只是因为在对的时间做了对的事情。我一直在说，成功的关键在于进取精神、时机和技能，而某些在对的时间有足够进取精神的人不需要太多技能。

在市场的任一时间点，获利最多的交易者往往是最适合最新周期的人。这种情况很少发生在牙医或钢琴家身上——因为这是随机性的本质使然。

可以通过一个简单的方法领会这一点：在繁荣期，承担最高风险的人往往能够获得最高收益，但这并不意味着他们就是最好的投资者。

沃伦·巴菲特在《聪明的投资者》第四版的附录中，描述了一场2.25亿

美国人每人每天拿出1美元参加的掷硬币比赛。第一天，猜对的一方从猜错的一方手中赢得1美元，第二天继续猜，依次类推。10天后，有22万人连续猜对10次，赢了1 000美元。“他们可能尽量表现得十分谦虚，但在鸡尾酒会上，为了吸引异性的好感，他们偶尔会吹嘘自己在猜硬币上如何技术高超，天才过人。”又过了10天，连续猜对20次的人减少到215位，每人赢得100万美元。他们很可能会写一本名为“我如何每天早上工作30秒就在20天里用1美元赚到100万美元”的书，然后开研讨班卖票。这听上去很熟悉吧？

由此可见，很少有人充分意识到随机性对于投资业绩的贡献（或破坏）。因此，迄今为止所有成功策略背后所潜伏的危险常常都被低估了。

摘录塔勒布书中的表格来总结他的观点或许是一个好办法。他在第一列里列出了一些容易被误以为是第二列的东西。

| | |
|---|---|
| 运气 | 技能 |
| 随机论 | 决定论 |
| 可能性 | 必然性 |
| 想法，假说 | 知识，真理 |
| 理论 | 现实 |
| 逸事，巧合 | 因果，法则 |
| 生存偏差 | 市场优异表现 |
| 幸运的傻瓜 | 专业的投资者 |

这种二分法实在太聪明了。我们都知道，在成功的时候，运气看起来像技能，巧合看起来像因果。“幸运的傻瓜”看起来像专业的投资者。当然，即使知道随机性的影响，区分幸运的傻瓜和专业的投资者也并不容易，但是我们必须努力地区分。

塞思·卡拉曼：这就是为什么有必要不去注意投资者的投资纪录，但是需要注意他们是如何实现这些纪录的。这有用吗？这可以被复制吗？为什么没有尽力去避免任何表面上的市场无效性，并推动投资走向成功呢？

我发现我基本上完全认同塔勒布的重要观点。

• 投资者永远因为“错误的原因”而对（或错）：有些人因为预期某种股票会有一定的发展而买进股票，但预料中的发展并没有出现；无论如何，市场推高了股价，投资者沾沾自喜（并接受赞美）。

• 决策的正确性无法通过结果来判断，然而人们就是这么做的。好决策指的是当时的最佳决策，而根据定义，此时的未来还是未知数。因此，正确的决策往往是不成功的，反之亦然。

• 短期来看，随机性自身就可能产生任何结果。在一个允许充分反映市场走势的投资组合里，市场走势能够轻而易举地令有技能（或没技能）的投资经理毫无用武之地。不过，市场走势所带来的结果肯定不能记在投资经理头上（除非他是罕见的市场择机者，有反复成功的能力）。

• 由于上述原因，一些投资者往往能得到他们不应得到的荣誉。一次意外的成功足以建立良好的声誉，但显然，一次意外的成功有可能来自单一的随机性因素。在这些“天才”中，很少有人能够连续成功两次或三次。

• 因此，在判断投资经理的能力时，大量的观测数据——多年数据——是必不可少的。

《收益及其获得方法》，2002年11月11日

塔勒布的“未然历史”（既往有可能发生的其他情况）思想很有吸引力，特别适用于投资。

多数人承认未来充满不确定性，而他们认为至少过去是已知并且确定的。毕竟，过去已成历史，是绝对的、不可更改的。但是塔勒布指出，已发生事件只是可发生事件中的一小部分。因此，计划或者行动已经奏效的事实，并不一定证明其背后的决策是明智的。

也许最终导致决策成功的是一个完全不可能的、纯粹靠运气的事件。在这种情况下，决策——即使已被证实是成功的——也有可能是不明智的，决策的失误会被既往可能发生的诸多其他历史所证实。

应该怎样评价为高度不确定的结果下注、并最终幸运地获得了成功的决策者？这是一个值得我们深思的问题。

我记得，自1963年进入沃顿商学院后，我最早学到的一件事是，决策的质量并不取决于结果。随后发生的事件导致决策成功或不成功，而这些事件往往出人意料。塔勒布的书有力地佐证了这一观点，他特别强调随机事件惩善扬恶的能力。

什么是好决策？假设有一个人决定在迈阿密建一个滑雪胜地，且随后三个月，一场罕见的寒流席卷南佛罗里达，积雪深达12英尺。滑雪场在第一季获利丰厚。这是否意味着建立滑雪场就是一个好决策呢？并非如此。

好的决策本应是有逻辑、有智慧、有见地的人在条件出现之时、结果出现之前做出的。以这一标准来衡量，迈阿密滑雪胜地就是一个愚蠢的决策。

由于具有损失风险，许多影响决策正确性的事件是无法预知或量化的。即使在事后，也很难确定谁是在可靠分析的基础上做出了好的决策却遭遇罕见事件而失败，谁又是因冒险而获利。因此，很难判断谁做出了最好的决策。另一方面，过去的收益很容易评估，因此很容易知道谁做出了最有利的决策。二者很容易混淆，但是聪明的投资者必须意识到其中的差异。

霍华德·马克斯：害怕看错：尽管这是违反直觉的，但是却十分重要：它考虑到了投资环境具有的随机性和多样性，的确如此，好的决策往往会不起作用，而糟糕的决策却会屡屡奏效。特别是，投资者总是“吸引错误的决策”（反之亦然）。你不能让自己为此而沮丧，也不能认为心目中的好的决策都是错误的（除非，有许多的错误让你不得不反思）。

长期来看，好的决策一定会带来投资收益。然而在短期内，当好的决策无法带来投资收益的时候，我们必须忍耐。

保罗·约翰逊：我喜欢这个观点。哦，这实在是太真实了！

第14章所描述的“我知道”学派的投资者认为预知未来是有可能的，因此他们构想出未来的样子，并在此基础上以收益最大化为目的建立投资组合，很大程度上无视其他可能性的存在。相反，“我不知道”学派采取局部最优法，把重心置于他们认为可能的情况下表现良好、在其他情况下表现不会太差的投资组合上。

“我知道”学派的投资者预测色子的走向，成功时归功于自己对未来的敏锐

感觉，失败时归咎于运气不好。当他们正确时，必须要问的一个问题是：“他们真的能预见未来吗？抑或不能？”“我不知道”学派的投资者采用的是概率论法，所以他们知道投资结果在很大程度上是听天由命的，所以对投资者的赞扬或指责应有适当的限度——特别是在短期内。

“我知道”学派根据一两次掷色子的结果，迅速而肯定地将其成员划分为胜利者和失败者。“我不知道”学派知道，他们的技术应根据多次而不是一次结果（可能是一个罕见结果）来判断。因此，他们能够接受自己谨慎的局部最优法在短期内业绩平平的结果，但是他们相信，真正优秀的投资者一定是在长期有优秀的业绩。

短期收益和短期损失可能都是假象，二者都不是真实的投资能力的必然指标。

保罗·约翰逊：这是一条重要的界线。不知有多少投资者都在这个错误上栽了跟头？

出奇好的收益往往是出奇坏的收益的另一面。某一年的好收益可能会夸大投资经理的能力，掩盖他所承担的风险。当坏年景紧跟在好年景后面出现时，就会出现令人吃惊的结果。投资者往往会忽视短期收益和短期损失可能都是假象的事实，忽视深度挖掘并理解造成短期收益和短期损失的原因的重要性。

投资表现是事件发生后的投资组合的状态。人们高度关注最后的结果，但他们更应该问的问题是，投资经理真的能够理解已经发生的事件（以及其他有可能但未发生的事件）吗？如果发生其他可能的事件，那么其表现会怎样？所谓的其他事件，就是塔勒布的“未然历史”。

《杂草》，2006年12月7日

乔尔·格林布拉特：在21世纪第一个10年中，表现最好的共同基金每年有18%的收益。同期投资者平均每年损失8%。投资流向往往伴随着“上涨”，优异的业绩和投资外流则与损失和新股偏弱有关。显然，大多数投资者在做出决策时，很少会运用“长线”评估策略。

塔勒布的思想新颖且引人入胜。一旦你意识到随机性对投资结果的影响的深刻程度，你就会以一种完全不同的视角来看待一切。

“我知道”学派的行动建立在未来是可知可控的唯一未来的观点之上。“我不知道”学派认为未来事件是呈概率分布的。这是一个很大的区别。在后一种情况下，我们可能会对哪种结果最有可能发生有一定的认识，但是同时我们知道，还有许多其他的可能性，并且其他结果的共同可能性可能比我们认为最可能的结果的可能性高得多。

> 霍华德·马克斯：理解不确定性：有人认为未来是可知的（他们能够知道）——他们属于“我知道”学派。他们忽略不确定性的表现，认为如果决策正确就能盈利，但他们也将自己置于一旦发生失误便极有可能遭受损失的危险中。因此一旦意识到了这一点，所有的投资者都有必要检查自己是否知行合一。

显然，塔勒布的“世界是不确定的”这一观点与我的观点十分相符。我的投资信仰和投资建议均来自这一思想学派。

- 我们应将时间用在从可知的行业、企业和证券中发现价值上，而不应将决策建立在对更加不可知的宏观经济和大盘表现的猜测上。

- 考虑到我们不能确切地预知未来，我们必须通过坚定持股、分析性认识持股、在时机不佳时减少买入等途径来保持我们的价值优势。

- 因为大多数结果可能会对我们不利，所以我们必须进行防御性投资。在不利结果下确保生存比在有利结果下确保收益最大化更为重要。

- 为了提高成功机会，我们必须在市场出现极端的情况下采取与群体相反的行动：在市场低迷时积极进取，在市场繁荣时小心谨慎。

- 考虑到结果的高度不确定性，我们必须以怀疑的眼光看待投资策略及其结果——无论好坏——直至它们通过大规模试验的验证。

> 克里斯托弗·戴维斯：这是一个非常好的总结。

与对世界不确定的认识相伴而行的其他表现为：适度尊重风险，知道未来不能预知，明白未来是呈概率分布的并相应地进行投资，坚持防御型投资，强调避免错误的重要性。在我看来，这就是有关聪明投资的一切。

乔尔·格林布拉特：对于优秀的投资者而言，时间的推进使他们有了更多的机会去演练自己的技能，长线投资回归可能造成的破坏性概率也会有所降低。

# 17 多元化投资

有老投资者，有大胆的投资者，但没有大胆的老投资者。

乔尔·格林布拉特：对于经验老到的飞行员和大胆冒失的飞行员而言，这个方法能起到事半功倍之效。

每当朋友们向我咨询投资建议时，我总是先设法了解他们对待风险与收益的态度。当你没有指定要求、泛泛地咨询投资建议时，就像问医生要好药却不告诉他你哪里不舒服一样。

于是我问："赚钱与避损，你更在乎哪一个？"答案总是一成不变："都在乎。"

问题是你不可能将精力同时放在获取收益和避免损失上。每一位投资者都必须在这两个目标中做出选择，且通常要在两者之间进行合理的平衡。投资决策必须是谨慎而理智的。本章所讲的就是有关选择的问题以及我的建议。

从进攻与防守层面入手是理解决策的最好方法之一，以体育运动来类比，则是理解进攻与防守的最好的方法之一。

我要引用查尔斯·艾利斯1975年发表在《金融分析师》杂志上的一篇名为《输家的游戏》的精彩文章，来奠定本次讨论的基础。这可能是我最早接触到的投资与体育之间的直接类比，对我今后注重防御型投资的思想产生了巨大的影响。

查尔斯的文章中描述了西蒙·拉莫博士（TRW公司创始人之一。TRW公司是一家综合企业，产品经营范围从汽车零部件到信用报告服务等）在《网球庸手的高超打法》一书中关于网球运动的精辟分析。拉莫指出，专业网球比赛是一场"赢家的游戏"，打出最多制胜球（令对手无法还击的快速而精准的击球）的选手赢得比赛。

在对手的不断进攻下，专业球员几乎在任何时候都能随心所欲地击球：或扣或吊，或高或低，或左或右，或平或旋。某些在业余比赛中具有挑战性的因素，如低弹球，风速与风向，刺眼的太阳，速度、耐力与技巧不足，或者对手打出你接不着的球等，对专业球员完全够不上干扰。专业球员几乎可以接到对手的所有击球并且能够随心所欲地控制自己的击球。事实上，专业球员的发挥相当稳定，极少失误，以至于网球统计员会统计相对罕见的每一次“非受迫性失误”。

但是，其他人玩儿的就是“输家的游戏”了，游戏规则为输球最少的选手赢得比赛。胜利者只需在失败者击球落网或出界前连续回球即可。换句话说，决定业余网球比赛结果的，不是赢，而是输。我从拉莫的避险策略中认识到了自己的打法。

查尔斯·艾利斯进一步将拉莫的观点发扬光大，把它应用到了投资上。他认为市场是有效的，交易成本是高昂的，并由此得出结论：在主流股票市场中主动得分对投资者未必有好处。相反，投资者应该尽量避免输球。我认为这是一个十分引人入胜的投资观点。

选择进攻还是防守，应从投资者对自我掌控能力的认识出发。在我看来，投资中包含许多投资者无法控制的因素。

专业球员知道，每当他们的脚、躯干、手臂、球拍分别做出A、B、C、D的动作，球就会正好打出E，整个过程中很少有变数。但是投资充满了低弹球和意料之外的发展，而且场地大小和球网高度随时都在改变。经济与市场的运作方式模糊而多变，其他参与者的思想和行为也在不断改变着投资环境。即使你做得都对，你最喜欢的股票也可能无人问津，管理层可能会浪费公司的机会，政府可能会改变政策，就连自然都有可能呈上一场灾难。

诸多条件尽在掌控，专业球员确实应该并且最好拥有得分的主动权，因为如果他们送出机会球，对手就会打出制胜球得分。相比之下，只有部分投资结果在投资者的掌握之中，投资者无须高难度击球，就可以得到不错的收益并拖垮对手。

总而言之，即使经验丰富的投资者都可能打出失误球，击球过于主动更容易输掉比赛。因此，防守——重点在于避免错误——是每一场伟大的投资游戏的重要组成部分。



我喜欢投资里的很多东西，其中大部分也适用于体育。

- 它具有竞争性——有人赢，有人输，界限分明。
- 它是定量的——你可以见到黑白分明的结果。
- 它是一种能力主义——长期来看，更好的收益总是被杰出的投资者获得。
- 它具有团队精神——有效的团队可以比单个人取得更好的业绩。
- 它带给人满足和愉悦——当然主要是在你赢的时候。

这些优点使投资成为一项值得参与的、有意义的活动。但投资就像运动一样，也有弊端。

- 积极进取能够获得额外收益，但长期效果并不明显。
- 业绩不佳令人沮丧。
- 短期成功导致人们普遍轻视应有的耐性和业绩的稳定性。

总而言之，我认为投资和运动非常相似，它们对决策的要求也很相似。

> 以美式橄榄球比赛为例。进攻组球员拿到球。他们有4次机会带球推进10码，否则裁判就会吹哨，停止计时。然后进攻组球员下场，阻止对手前进的防守组球员上场。
>
> 橄榄球比赛能够很好地类比你心目中的投资吗？对我来说，它是不适合的。在投资中没有人吹哨，你几乎不知道该何时从进攻转向防守，而且根本没有暂停时间。
>
> 我认为投资更像其他国家的足球比赛。在足球比赛中，同样的11名球员打满整场比赛。没有所谓的进攻组和防守组。场上球员均要进攻和防守……他们必须具有处理所有意外情况的能力。11名球员必须都有射门得分和阻止对手得分的能力。
>
> 足球教练在带队参赛时必须决定是以进攻为主（以多进球得分并相应地控制对手少得分为目的），以防守为主（不让对方得分，同时寻找射门机会），还是攻守平衡。教练知道在比赛中他们并没有太多攻防转换机会，他们必须摆出制胜阵容并坚持到底。

这就是我对投资的看法。很少有人（如果有的话）能够顺应市场条件及时地改变策略。所以投资者应致力于一种方法——一种有望应对多种不同情况的方法。他们可能会抱着投资成功时多赚钱、投资失败时不赔钱的希望积极进取。他们可能会抱着形势好时不少赚、形势不好时少赔钱的希望，以防御为重。或者他们可能会平衡攻守，不再关注时机选择，而是选择出色的证券，在牛市和熊市中都赚钱。

显然，橡树资本管理公司青睐的是防御型投资。在繁荣期，我们认为只要能跟上大盘表现就好（在市场最火的时候甚至可能还会落后一点儿）。但在投资庸手都能赚大钱的繁荣期，我怀疑很多投资经理会因为表现平平而被炒。

塞思·卡拉曼：马克斯和他的伙伴们宁愿放弃一部分抱有不切实际期待的客户，以及那些不在乎且不适应橡树资本管理公司的投资哲学的客户。最终，橡树资本管理公司管理的是持续稳定的资本，他们的方法也有着相当大的吸引力，因此理所应当会受到世界各地众多投资者的欢迎。

橡树资本管理公司关于投资组合的设计以在衰退期超越市场表现为目的，这才是我们认为最有必要的。很明显，如果我们能够在繁荣期跟上市场表现，并在衰退期超越市场表现，那么在整个市场周期中，我们就会以低于平均水平的波动取得高于平均水平的业绩，我们的客户也会在别人痛苦时享受快乐。

《你的游戏策略是什么》，2003年9月5日

对你来说，得分和阻止你的对手得分，哪一个更重要？在投资中，你是去争取制胜投资，还是尽力避免致败投资？（或者更恰当的问法是：你会如何平衡二者？）欠缺考虑的行动会带来巨大的危险。

还要补充的一点是，攻守选择没有对错之分。条条大路通罗马，你的决策必须基于你的性格与学识、你对自己能力的信任程度、你所在的市场以及你为之工作的客户的特点。

投资中的进攻和防守是什么？进攻很好定义，它指的是为追求高额收益而采用积极进取策略并承担较高风险。但什么是防守呢？防御型投资者关注的不是做对，而是避免做错。

做对和避免做错之间有没有区别？它们表面上看起来很像，但深入来看，它们所需的思维模式有很大的不同，由此带来的投资策略也有很大的不同。

防守可能听起来和避免不良结果差不多，但它没那么消极和无为。其实可以把防守视为一种追求更高收益的努力，只不过它的实现是通过避害而不是趋利，是通过持续稳健的进步而不是偶尔的灵光乍现。

防御型投资有两大要素。第一要素是排除投资组合中的致败因素，最好的实现方法是：广泛而尽职地调查、提高入选标准、要求低价和高错误边际（见本章后文），不要轻易下注在没有把握的持续繁荣、乐观预测和发展上。

第二要素是避开衰退期，特别要避免暴露在崩溃危机下。除了前面提到的要排除投资组合中的致败投资外，防守还需要投资组合多元化、限制总风险承担并以整体安全为重。

集中化（多元化的反义词）和杠杆是进攻的表现。当它们起效时会扩大收益，反之会增加损失；积极进取策略会导致投资结果比高点更高或比低点更低。不过，如果过度使用积极进取策略，那么在形势恶化时，它们可能会危害投资生存。相反，防守能够提高你渡过难关的可能性，你会有足够长的时间来享受聪明的投资带来的最终回报。

> 乔尔·格林布拉特：这是多元化权衡的一个方面。你必须拥有足够强大的应变能力以应对糟糕的时期和坏运气，因此技能和策略才有机会在长线投资中获得成功。

投资者必须做好应对突发事件的准备。许多金融活动似乎都有理由取得平均业绩，但是由于结构不稳定或者过度杠杆化，它们可能在某一天给你沉重一击，令你一败涂地。

但是，真的有那么简单吗？说起来简单，你应该为坏日子做好准备。但是，那会有多坏呢？最坏的情形是什么样的？你必须每天都全副武装地准备应对坏日子吗？

就像投资中的其他东西一样，这不是一个非黑即白的问题。你承担的风险取决于你想要的收益。投资组合的安全性取决于你愿意放弃多少潜在收益。没有正确答案，只有权衡。这就是为什么我要在2007年12月的备忘录中加入这样一句话：在逆境中确保生存与在顺境中实现收益最大化是相矛盾的，投资者必须在两者之间做出选择。

《鸟笼》，2008年5月16日

防御型投资的关键要素是沃伦·巴菲特所谓的“安全边际”或者“错误边际”（他在使用这两个短语时似乎是不加以区别的）。这是一个值得详细探讨的问题。

乔尔·格林布拉特：“安全边际”和“市场先生”这两个概念的产生源于巴菲特参考了格雷厄姆为投资领域所做出的巨大贡献。

如果未来不出所料，那么成功的投资并非难事。如果能够准确预测到经济发展趋势、特定行业和公司的表现，如何获利就不再神秘。如果未来按照你的预期发展，锁定目标进行投资就能大获成功。

但你可能会想，如果未来不能如你所愿，那么你该如何应对它。简而言之，是什么保证了结果的可接受性（即使在未来未按预期发展的情况下）？答案就是“错误边际”。

霍华德·马克斯：理解不确定性：除去不确定性的表现不谈，许多投资者会试着选择完美的策略，希望能以此获得最大程度上的回报。但是，如果我们不知道不确定性的存在，我们就会坚持一个大致的安全边际，当出现不理想的结果时，这个结果尚能让你接受。

想象一下贷款人发放贷款时的情形。如果条件不变——例如，没有经济衰退，借款人有一份稳定的工作——那么发放贷款并不困难。但是，保证贷款能够收回（即使在条件恶化时）的条件是什么？答案仍然是错误边际。借款人失业时，如果他有存款、可售资产或者其他收入来源，贷款收回的可能性就比较大。这些条件为贷款人提供了错误边际。

对比很简单。坚持错误边际、只贷款给有实力的借款人的贷款人，很少会经历信用损失。但是高标准会令他失去贷款机会，而这些机会将会流到对信誉要求较低的贷款人手上。只要经济环境持续乐观，积极贷款人会比保守贷款人看上去更聪明（也更能赚钱）。

塞思·卡拉曼：这使得一家银行的高级管理人员在2007年时这样评论道：“只要音乐未停，你就必须站起来翩翩起舞。”（花旗银行CEO查尔斯·普林斯，《财经时报》，2007年7月9日）经营一

家公司，其短期利润所带来的压力，要与业界同行保持一致，这是当今商业文化中的一大难题。

保守贷款人的回报不过是衰退期较低的信用损失。坚持错误边际的贷款人享受不到达到制高点的乐趣，但同时可以避免最低点的痛苦。这就是发生在防御型投资者身上的一切。

克里斯托弗·戴维斯：这是一个复杂的类比，在我看来它是有问题的。在这种情况下，是什么诱使保守的借款人与保守的放款人有了更多的商业往来，而理智的借款人则毫无顾虑地为最低的利率寻找有才能或谨慎的放款人？

这里还有一种阐述错误边际的方法。你发现一些你认为会值100美元的东西。如果用90美元买进，你就得到一个获利的好机会，同时，如果你的推断过于乐观，那么你的投资也会有一定的损失概率。但是，如果你用70美元而不是90美元买进，你的损失概率就会减少。减少的这20美元为失误提供了额外的空间，同时仍然有很好的获利机会。低价是错误边际的源泉。

克里斯托弗·戴维斯：同样的，时间也能化险为夷。

因此选择很简单：设法通过积极进取策略将收益最大化，或者通过错误边际来建立保护。你不能在两方面同时做到极致。你会选择进攻、防守，还是兼顾（如果是兼顾，那么二者之间的比例如何）？

在获取高额收益和避免损失这两种投资方法中，我认为后者更为可靠。获利通常取决于对未来事件的正确判断，而将损失最小化只需有形资产价值已知、大众预期稳健并且资产价格较低即可。经验告诉我，后者也许更具可持续性。

必须在获利和减少风险之间——进攻和防守之间——取得平衡。在我担任投资组合经理之初，我做的是固定收益投资。收益是有限的，投资经理最大的贡献是规避损失。由于上涨是“固定”的，唯一的波动来自下跌，因此关键问题就在于避免下跌时的波动。所以，你是不是一名债券投资者，不在于你持有哪些赚钱的债券，而在于你是否有能力把不赚钱的债券排除在外。在格雷厄姆和多德看来，这种以排除为主的固定收益投资是一门“否定的艺术”。

另一方面，在普通股和其他更注重上涨的领域，投资仅仅规避损失是不够的，同时必须要有获利潜力。尽管固定收益投资者在很大程度上可以只进行防御型投资，但是要想超越固定收益投资——通常以追求更高收益为目的——就必须在攻守之间做出平衡。

关键是平衡。投资者除了防守外，还需要进攻，但这并不意味着他们无须重视二者的比重。投资者如果想获取更高的收益，通常就要承担更多的不确定性——更多的风险。投资者如果想得到高于债券收益的收益，他们就不可能单纯靠规避损失来达到目的。一定的进攻是需要的，随之而来的就是不确定性的提高。选择怎样的投资方式，需要谨慎而明智地做出决策。



橡树资本管理公司的投资建立在防御而不是其他基础上。（但我们并不排除进攻。我们从事的投资并非都是“否定的艺术”。如果不愿意同时考虑涨势和跌势，我们就不可能成功地投资可转换债券、不良债务或者房地产。）

乔尔·格林布拉特：投资者考虑的是风险与盈利之间的张力，这些都与各自的可能性有关。有一个方法会使风险与盈利之间的不对称性最大化，并确定你的最小风险。我在别处曾经提到过：如果你在一项投资中最小化损失的可能性，那么其他的大多数选择就会是不错的。

投资是一个充满雄性激素的世界，太多人自我感觉良好，认为只要打出“本垒打”就能赚到大钱。如果你问问“我知道”学派的投资者们，是什么令他们自我感觉良好，你就会听到他们说自己曾经打出多少记“本垒打”，当前的投资组合里又在酝酿着多少记“本垒打”。然而，有多少人提到过他们投资的持续性，或者告诉你他在市场最差的时候也表现得不错呢？

在过去35年里，我注意到的最奇怪的事情之一，便是最优秀的投资者的投资生涯都非常短暂。虽然不像专业运动员的运动生涯那么短暂，但也远远短于在无损健康的行业中应持续的时间。

我最初管理高收益债券的25年或30年之前的那些领先者们现在在哪里？几乎所有人在业内的表现都不再突出。更令人惊讶的是，15年或20年前最杰出的不良债务投资者现在竟无一人依然保持领先。

他们都去哪儿了？许多人因组织缺陷导致投资策略无法继续而消失。

其他人本想打出“本垒打”却因被“三振出局”而消失。

> 克里斯托弗·戴维斯：在股市中，你可以大胆冒进。不过，你也可以隐藏在被认为是安全的投资中，因而得以避免麻烦。

这令我想起一个悖论：我认为许多投资经理的职业生涯之所以终结，不是因为他们打不出“本垒打”，而是因为他们被“三振出局”的次数太多——不是因为他们的制胜球不够，而是因为他们的失误球太多。但是，许多投资经理仍在前赴后继地追求“本垒打”。

> 保罗·约翰逊：我相信马克斯的论断是正确的，它为许多投资经理在商业活动中保驾护航，因为他们自己在探索投资方法的过程中，走了不少弯路。

• 他们在自认为有制胜想法或有对未来的正确看法时，下注过大，导致投资组合过于集中而不是多元化。

• 由于经常改变持股比例或者试图预测市场时机，他们承担了过高的交易成本。

• 他们给投资组合的定位是在顺境中获取收益，而不是确保在误判或打出失误球后得以幸存。

相反，在橡树资本管理公司，我们坚定地认为“避免致败投资，制胜投资自然会来”。这是我们最初的也是永远的信条。我们追求安打率，而不是“本垒打”。我们知道其他人会因为巨大的胜利和辉煌的赛季成绩而占据头条，但是，我们希望自己能以令客户满意的持之以恒的良好表现坚持到最后。

《你的游戏策略是什么》，2003年9月5日

图5–1和图5–2显示了风险与收益的关系（见第5章）。当然，这两幅图的区别在于，前者没能显示出承担新增风险所包含的巨大的不确定性，而后者却可以。正如图5–2表明的，高风险投资的结果分布范围更广，既包括损失的可能性，也包括预期的收益。

进攻——通过风险承担争取制胜投资——是一个高强度活动。它可能会带给你追求的收益……也可能带来失望。还要考虑其他因素：你捕鱼所在的水域的挑战性越大、潜在收益越大，越有可能吸引经验丰富的渔夫。除非

你掌握的技术令你具备充分的竞争力，否则你极有可能成为牺牲者而不是胜利者。在不具备必需的竞争力的情况下，一定不要主动进攻、承担风险以及碰触有技术挑战性的领域。

除了专业技术，积极进取型投资也需要有勇气、有耐心的客户（如果你是投资经理）和可靠的资本。当形势不利时，你需要这些因素支撑你渡过难关。投资决策可能具有取得长期或平均业绩的潜力，但是如果没有这些因素的支撑，那么积极进取型投资者可能不会看到长期结果的到来。

管理高风险投资组合就像一场没有护网的高空钢丝表演。成功的回报可能会很高，你会赢得惊呼与赞叹，但是失误也会置你于死地。

> 追求卓越表现的重点是敢于成就伟大……毫无疑问，投资者最重要、最基础的决策之一，是决定投资组合应承担多大的风险，应如何多元化、规避损失和确保不低于平均表现。为了追求更高的收益，你要做出什么程度的牺牲？
>
> 我从我喜欢的幸运饼干里学到了很多：谨慎很少出错，也写不出伟大的诗歌。它涉及发人深省的两个方面：谨慎能帮助我们避免错误，但它也会阻止我们取得伟大的成就。
>
> 就个人而言，我喜欢资金经理保持谨慎。我相信在许多情况下，避免损失和衰退比重复成功更容易，因此风险控制更有可能为长期优异表现打下坚实的基础。据我所知，最好的投资者具备以下特征：敬畏投资，要求物有所值和高错误边际，知所不知，知所不能。
>
> 《敢于成就伟大》，2006年9月7日

保罗·约翰逊：所有投资者都应该留意这条建议。

就像本书中的诸多决策一样，攻守抉择并不简单。以一个伤脑筋的难题为例：很多人似乎不愿全力以赴去做任何事（如买进某只股票、限定资产类别或委托投资经理投资），因为如果行动不能奏效，就会严重损害他们最终的结果。但是，为了保证事情成功时带来高额收益，你不得不全力以赴地去完成它，因为失败的行动有可能导致重大失利。

霍华德·马克斯：害怕看错：这种两难处境表现了害怕看错是如何影响判断起效的，也体现了如果你十分担心表现，就很难成为成功的投资者。投资委员会往往由于一个简单的原因就会表现

得“制度化”，而且难以承受因看错而带来的后果。但是，盈亏底线是简单且绝对的：如果你十分抗拒犯错，那么你绝不会适应孤独——这伴随着严格意义上的成功的逆向投资。

在投资中，几乎所有东西都是双刃剑。选择承担更高风险、以集中化代替多元化、利用杠杆放大收益都各有利弊。唯一的例外是个人技术。至于其他东西，有效就有益而无效就有害。正因如此，攻守抉择既重要又具有挑战性。

很多人将攻守抉择视为在勇往直前和故步自封之间的选择。然而，在善于思考的投资者看来，防守能取得较好的稳定收益，而进攻往往承载着过多无法实现的梦想。就我来说，我的选择是防守。

防御型投资会令你错过热门并且越来越热门的东西，它会让你在一次次跑向本垒板的过程中无所事事。你可能比其他投资者打出更少的本垒打……但是，你被三振出局或双杀出局的可能性也会更少。

防御型投资听起来很高深，不过我可以将它简化为：敬畏投资！担心损失的可能性。担心有自己不知道的东西。担心自己虽能做出高质量的决策，但仍会遭受厄运和突发事件的打击。敬畏投资能避免自大，令你保持警惕和大脑活跃；能令你坚持充足的安全边际，提高投资组合应对恶劣形势的能力。如果不犯错误，那么制胜投资自然会来。

《最重要的事》，2003年7月1日

保罗·约翰逊：我喜欢这条评论。我见过少数投资者：他们进行投资时会恐惧、有所期待，当然这发生在整体市场出现波动时。但是，即使是在那些时候，他们也并未害怕进行投资——不过，这实在是太令人恐惧了，于是他们不再进行投资。

# 18
# 避免错误

> 投资者几乎无须做对什么事，他只需能够避免犯重大错误。
>
> 沃伦·巴菲特
>
> 保罗·约翰逊：援引巴菲特的这句话足以说明一切。

在我看来，设法避免损失比争取伟大的成功更加重要。后者有时会实现，但偶尔失败可能会导致严重的后果。前者可能是我们可以更经常做的，并且更可靠……失败的结果也更容易接受。当投资组合风险过高时，向下的波动会令你失去信心或低价抛售。而低风险的投资组合会令你在牛市中表现不佳。但从未有人因此而失败，这并不是最悲惨的命运。

为了避免损失，我们需要了解并避免导致损失的错误。我会在本章中把在前面讨论过的关键问题汇总在一起，希望能够通过集中强调这些问题，帮助投资者对错误保持更高的警惕。我们以了解多种错误的存在并认清它们的样子作为出发点。

我认为错误原因主要是分析/思维性的，或心理/情感性的。前者很简单：我们收集的信息太少或不准确。或许我们采用了错误的分析过程，导致计算错误或遗漏了计算步骤。这一类错误不胜枚举，不过，本书更关注理念和心态而不是分析过程。

但是，有一种分析性错误是我想花些时间来探讨的，我称之为“想象无能”。它用来表示既想象不到所有的可能结果，又无法完全理解极端事件的结果的情况。我会在后文详细阐述这个问题。

> 克里斯托弗·戴维斯：换言之，量化产生的错误会对抗判断造成的失误。

有很多导致错误的心理/情感因素已经在前面的章节中探讨过了：贪婪和

恐惧，自愿终止怀疑和怀疑，自负和嫉妒，通过风险承担追求高额收益，高估自己的预测能力的倾向。这些因素助长了繁荣和崩溃的发生，而大多数投资者都参与其中，采取着完全错误的行动。

另一个重要的错误——很大程度上是心理因素，但是它重要到值得单独归类——是没有正确认识到市场周期和市场的狂热，并选择了错误的方向。周期和趋势的极端不常发生，因此这不是一个常见的错误原因，但是它会导致重大错误的发生。群体心理强迫个人依从和屈服的力量几乎是不可抗拒的，也是投资者必须抵制的。这些错误同样已经在前文中讨论过了。

“想象无能”——无法提前理解结果的多样性——特别有意思，它对投资的许多方面造成影响。

如前所述，投资完全就是应对未来。为了投资，我们必须持有对未来的看法。一般来说，除了假定它会与过去十分相似之外，我们几乎别无选择。因此，很少有人会说：“过去50年的美股平均市盈率是15，我预测在未来几年它会变成10（或20）。”

因此，大多数投资者是根据既往——尤其是近期发生的事——推断未来。为什么是近期？第一，许多重要的金融现象的周期较长，意味着在下一轮周期重现之前，那些经历过极端事件的人往往已经退休或死亡。第二，正如约翰·肯尼斯·加尔布雷斯所说，金融记忆往往极其短暂。第三，所有曾经的记忆往往都会被最新的热门投资和那些轻松赚钱的承诺抹除。

大多数时候，未来确实与过去相似，因此这样的推断没有任何害处。但是在重要的转折时刻，当未来与过去不再相似的时候，推断会失效，你要么损失惨重，要么赚不到钱。

因此，回顾一下布鲁斯·纽伯格对概率和结果的差异的精辟见解是很有必要的。意料之外的事情会发生，短期结果可能偏离长期概率，事件可以聚集。以掷色子为例，同时掷出两个6点的概率是1/36，但这样的结果可能会连续出现5次而在接下来175次中都不再出现——长期来看，它发生的可能性与其概率是一样的。

认定“一定”会发生的事却没有发生，会令你痛苦不堪。即使你正确地理解了基本概率分布，你也不能指望事情会按照预期的方向发展。成功的投资不应过分依赖聚集分布的正常结果，而是必须考虑到离群值的存在。

保罗·约翰逊：这一精辟见解的关键在于“你必须考虑异常值”，马

> 克斯的论述十分明确。

投资者之所以投资，是希望投资能带来投资结果，他们的分析会集中在可能发生的情况上。但是，一定不要只盯着预期发生的事而排除其他可能性……不要过度承担风险和杠杆，否则不利结果会摧毁你自己。近期的信贷危机中，崩溃发生的主要原因是事态没有按照预期发展。

> 塞思·卡拉曼：同样地，对于买方的研究关注点较为单一，且大多数类似于情境再现，因而会忽略可能出现的其他结果。

金融危机是见所未见的事件与无法承受这些事件的高风险杠杆结构相碰撞的结果。举例来说，抵押贷款衍生品的设计和分级，以房价不会出现全国性下跌的假设为前提，因为之前从来没有出现过这样的情况（或至少没有出现在近代的统计数据中）。但是接下来的房价大跌，建立在不可能出现大规模房价下跌的假设基础上的结构受到了重创。

另外，值得注意的是，某件事不可能发生的假设具有推动事件发生的潜力，因为认为事情不可能发生的人会采取高风险行动，从而导致环境发生改变。20多年前，“抵押贷款”这一术语与“保守”有着千丝万缕的联系。购房者付出房价的20%~ 30%作为首付；按照惯例，分期付款金额不高于月收入的25%；房屋被仔细地估价；借款人的收入和财务状况必须有文件证明。但在过去10年里，随着对抵押贷款证券化的需求越来越旺盛——部分原因是抵押贷款一直以来表现可靠，大家公认不可能出现全国性抵押贷款违约——许多传统规范遭到废弃。结果可想而知。

> 保罗·约翰逊：这是对2008年信用危机所做出的一个简单却极好的解释。

这令我想起一个令我们进退维谷的难题。投资者到底应该投入多少时间和资本来避免不太可能发生的灾难？我们可以防备每一个极端结果，例如同时防备通货紧缩和恶性通货膨胀。但这样做的成本太过高昂，而且当我们的保护性举措最后被证明没有必要执行时，成本会减损投资收益……并且大部分时间里都会这样。假如再回到2008年，你也可以让你的投资组合表现良好，但那时你就只能持有国债、现金和黄金。这是一个切实可行的策略吗？也许不是。所以一般原则是，避免错误很重要，但必须有限度（限度因人而异）。

关于想象无能还有另一个重要方面。人人都知道资产有预期收益和风险，并且可以被预测。但很少有人了解资产的相关性：一种资产会对另一种资

产的变化做何反应，或这两种资产会对第三种资产的变化做何反应。理解并预测相关性的影响——进而理解并预测多元化的局限——是风险控制和投资组合管理的主要任务，但很难实现。不能正确预测投资组合内的协同运动是投资失败的一个关键原因。

投资者往往意识不到贯穿投资组合的共同线索。人人都知道，如果一家汽车制造商的股票下跌，共同因素将会导致所有的汽车股同时下跌。很少有人知道令所有美股（或所有发达国家股票，或全世界所有股票，或所有股票和债券等）下跌的共同因素是什么。

因此，想象无能首先是没有预测到未来可能发生的极端事件，其次是没有理解极端事件发生后的连锁后果。在近期的信贷危机中，有些怀疑论者可能曾怀疑过次级抵押贷款会出现大规模违约，但他们认为影响未必会超出抵押贷款市场。很少有人预见到抵押贷款的崩溃，更少有人预测到商业票据和货币市场基金因此而受累，或雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司和美林证券不再作为独立公司而存在，或通用汽车公司和克莱斯勒公司会申请破产保护并请求紧急援助。

> 克里斯托弗·戴维斯：这是事实。

从很多方面来看，心理因素都是最令人感兴趣的导致投资错误的原因，它们可以极大地影响证券价格。当心理因素导致某些投资者持有极端观点并且无法被其他人的观点抵消时，就会导致价格过高或过低。这就是泡沫和崩溃的根源。

投资者如何在心理因素的影响下做出错误的投资？

- 屈从。
- 不知不觉地加入已被他人的屈从扭曲的市场。
- 未能利用市场的扭曲。

以上三点是同一件事吗？我不这么认为。让我们结合危害性最大的心理因素之一——贪婪——来剖析这三个错误。

当贪婪过度时，证券价格往往过高，进而造成预期收益过低，风险过高。

资产代表着将会造成损失的错误……或可被利用的错误。

前面列出的三个错误中的第一个——屈从于不良影响——意味着贪婪并买进。如果你在赚钱欲望的驱使下，抱着资产将继续升值、策略将继续有效的侥幸，在价格过高时也不断买进，你就是在自寻烦恼。如果你以高于内在价值的价格买进——资产就会从估价过高到估价超高，你必须得特别幸运才能获利而不亏损。当然，被推高的价格更容易导致后者而不是前者。

第二个错误，也就是我们所谓的失察错误。你可能没有被贪婪诱惑，举例来说，你的401（k）计划可能以投资指数基金的方式稳定而被动地投资于股市。然而，加入（即使是不知不觉地）一个已经被他人狂热的购买行为推高的市场，将会对你造成严重影响。

每一个不利影响和每一种“错误”市场，也都提供着获利而不是犯错的机会。因此，第三种形式的错误指的不是做错，而是没有做对。普通投资者能避免错误就算是万幸，而优秀投资者期待的却是从错误中获利。当贪婪导致股价过高时，大多数投资者希望不再买进甚至卖出。但是，优秀投资者可能会通过卖空而在价格下跌时获利。犯第三种形式的错误——例如，没有做空估价过高的股票是另一种不同形式的错误，即“不作为”错误，不过可能也是大多数投资者愿意接受的错误。



如前所述，导致这些错误的心理因素是，出于“这次是不同的”的信念，投资者偶尔会乐于接受引起泡沫和崩溃的新奇理论。在牛市中，怀疑不足使得这种事情经常发生，因为投资者相信：

- 某些新发展会改变世界。
- 已经是陈规的模式（如商业周期的盛衰）将不再存在。
- 规则已经改变（如确定公司是否资信可靠及其债务是否值得持有的标准）。
- 传统价值标准不再适用（包括股票市盈率、债券收益率差或房地产资本化率）。

鉴于钟摆的摆动方式（见第9章），当投资者变得过于轻信而不再怀疑时，这些错误往往会同时发生。

为什么“世界第八大奇迹”会如愿发生在投资者身上？总有一个合理甚或复杂的解释。不过，解释者常常忘记提醒人们奇迹会偏离历史，它需要事情按照预想方向发展，许多其他的事情可能会发生，其他可能的结果中有许多会是灾难性的。



避免错误的关键的第一步是保持警惕。贪婪与乐观相结合，屡屡导致人们追求低风险高收益的策略，高价购进热门股票，在价格已经走高时仍抱着增值期望继续持有股票。后知后觉向人们展示了问题所在：期望是不切实际的，风险是被忽略了的。但是通过痛苦的经历来学习错误的益处不大，关键在于设法预知错误，我要通过近期的信贷危机来阐明这一点。

市场就是课堂，每天在传授着各种经验教训。投资成功的关键在于观察和学习。2007年12月，随着次贷问题的暴露以及蔓延到其他市场的可能性渐趋明朗，我开始总结我认为应该从其中学习的教训。当完成这项任务时，我意识到，这些教训不仅是最近一次危机的教训，而且是一直以来的教训。虽然我在其他地方陆续提到过不少，但在这里我要把这些教训集中在一起，希望你能从中获益。

保罗·约翰逊：下文的这些经验教训源于2008年的危机，都是一些十分清晰、睿智的洞见。而这场危机给无数证券投资组合和金融服务机构造成的毁灭性打击，则不必赘言。

我们从危机中学到了什么？或者应该学到什么？

• 过多的可得资本导致资金流向错误。当资本缺乏并急需时，投资者面临的是如何分配才能最大程度利用资本的抉择，他们的决策做得耐心而严格。但是，当过多资金追逐过少的交易时，就会出现不值得的投资。

• 当资金流向发生错误时，就会产生问题。当资本市场紧缩时，合格的借款人被拒之门外。但当资本过剩时，不合格借款人就能不劳而获地得到资本。违约、破产和亏损不可避免。

• 资金供给过量时，投资者要通过接受更低的收益和更低的错误边际来争夺交易。当人们想买某种东西时，他们以竞争性标售的形式竞争，出价越来越高。仔细思考你会发现，出价越高意味着金钱的回报越少。因此，投资者的出价可被视为投资者对收益要求和风险接受意愿的表述。

克里斯托弗·戴维斯：这就是为什么我们总会按照盈利回报率（市盈率的对立面）而不是市盈率来思考，这样做能够轻松地与固定收益选择进行比较。

• 普遍忽视风险会产生巨大的风险。“不会出问题的。”“价格不高。”“总有人愿意出更高的价格。”“如果我不赶快行动，别人就会买下它。”这样的说法表明风险没有得到足够的重视。人们的想法是，因为自己在买进更好的股票或者在进行更加宽松的债务融资，所以收购交易可以维持越来越高的杠杆水平。这样的想法导致人们忽视了不良发展的风险以及高度杠杆化资本结构的固有危险。

• 尽职调查不足导致投资损失。防止损失的最好办法是进行透彻而精辟的分析，并坚持巴菲特所谓的“错误边际”。但在市场繁荣期，人们担心的是错过投资而不是资金损失，只有老顽固才会抱着怀疑态度费时费力地进行分析。

• 在市场过热期，资金集中流向大多经不起时间考验的新型投资。情绪乐观的投资者们关注的是能够赚钱的机会，而不是可能会出现的问题。渴望取代谨慎，促使人们接受他们并不理解的新型投资产品。过后他们会惊讶自己当时在想什么。

• 贯穿投资组合的隐形断层线能使看似不相关的资产的价格发生联动。预测一项投资的收益与风险比理解它相对于其他投资的进展更容易。相关性往往被低估，特别是在危机时期，相关性进一步提高的时候。投资组合可能在资产类别、行业和地缘上有多元化的表现，但是在困难时期，非基本面因素如补充保证金通知、市场冻结和避险情绪高涨，可能会成为主导因素，对所有东西产生相似的影响。

• 心理和技术因素可以影响基本面。长期来看，价值的创造和毁灭由经济趋势、公司盈利、产品需求及管理水平等基本面因素驱动。但从短期来看，市场对投资者心理和技术因素高度敏感，影响着资产的供需。事实上，我认为自负是最大的短期影响因素。在这种情绪的推动下，任何事情都能发生，产生难以预料并且出人意料的结果。

乔尔·格林布拉特：市场最终会使自己回归正常。在短期内，心理和技术因素使得等待长期效益十分痛苦。不过，这通常是绝佳机会的来源。

• 市场变化导致模型失效。“宽客”基金的主要问题在于计算机模型和

基本假设的失效。当电脑管理投资组合时，会试图通过以往有效的模型获利，但这些模型无法预测变化，无法预测异常时期，因而既往标准的可靠性被普遍高估了。

克里斯托弗·戴维斯：或者像巴菲特说的那样："要意识到高手所起到的榜样作用。"

• 杠杆会放大收益，但不会增加价值。利用杠杆大力投资高承诺收益或高风险溢价的特价资产是很有意义的。但是，利用杠杆买进过多低收益或低风险价差的资产——换句话说，即已经被完全定价或过高定价的资产——可能是非常危险的。企图利用杠杆把低收益转化为高收益的尝试是毫无意义的。

保罗·约翰逊：这枚"子弹"——杠杆的作用——需要额外的强调，而大多数投资者并未承认这一金科玉律。

• 矫枉过正。当投资者心理极度乐观、市场"完美定价"时——建立在一切会永远好下去的臆测之上——就是资本损耗的前兆。因为投资者的预测过于乐观，不良事件时有发生，过高的价格仅在其自身重力下就有可能崩溃。

上述11个教训大部分可被归纳为一点：对你周围的不合格资金的供需关系以及人们想花掉资金的迫切程度保持警惕。我们都体会过资本不足时捉襟见肘的感觉：有价值的投资项目的销路极差，整体经济发展缓慢。这种现象被称为"信贷紧缩"。但是，相反的情况也不容忽视。目前还没有正式术语来描述这种情况，也许可以用"过多的资金追逐过少的投资"来描述。

无论怎么描述它，像2004—2007年我们看到的这种资本供给过剩伴随着谨慎缺乏都会威胁投资健康，必须加以识别和应对。

《这一次没有什么不同》，2007年12月17日



全球危机提供了一个绝好的学习机会，正如我在2007年12月的备忘录中列举的，它涉及许多严重的错误和教训。到处都是错误：在危机前的日子里，投资者满不在乎甚至情绪高涨。人们相信风险已经被驱除，因此他们唯一要担心的是错过机会落后于人而不是亏损。人们在不可靠的臆测基础

上接受着风险过高且未经验证的投资创新。人们过分倚重晦涩的模型和“暗箱”、金融工程师和“宽客”，以及按照繁荣期的表现编制的业绩记录。杠杆叠加着杠杆。

> 霍华德·马克斯：最危险的事：高度的信任与相应的较低程度的怀疑，能在很大程度上推动价格上涨，致使每个人都认为上涨速度过快。通过贷款来购买往往会推动价格大幅上涨，而祸患也会随之发生，并带来痛苦。这些都属于最危险的事。

几乎没有人知道会出现怎样的后果，但可能会有即将失败的预感。尽管识别和避免具体错误并不容易，但这是一个很好的时机，令我们意识到有许多错误潜伏在暗处，进而持有防御性更强的仓位。做不到这一点也是一个巨大的错误。

那么，投资者应该怎么做呢？以下是答案：

- 留意他人的轻率举动。
- 做好应对投资低迷的心理准备。
- 卖出资产，或至少卖出风险更高的资产。
- 减少杠杆。
- 筹集现金（如果你为他人投资，那就把现金还给客户）。
- 加强投资组合的防御性。

在当时，采取其中任何一条措施都是有帮助的。尽管在2008年的崩溃中，几乎所有投资都表现不佳，但是只要多加小心，降低亏损和减少痛苦还是有可能的。虽然几乎不可能完全避免衰退，但是，相对优秀的表现（更少的损失）足以令你在衰退中做得更好，并且更加充分地利用反弹的机会。

危机中充斥着潜在错误：首先屈服并认输，进而退缩并错失良机。在没有损失的时候，人们往往将风险视为波动，并且相信自己能够容忍。如果真是这样，他们就会顺应价格下跌，在低点时做更多的投资，继而享受复苏，在未来出人头地。但是，如果容忍波动维持镇静的能力被高估了——通常如此——那么在市场处于最低点时，错误往往就会显露出来。信心和决断的丧失，导致投资者在市场底部抛售，将下行趋势转变为永久损失，

并且难以充分参与到随后的复苏中。这样的错误是投资中最大的错误——顺周期行为的最不利的一面——因为它是永久的，也因为它在很大程度上会影响投资组合。

> 克里斯托弗·戴维斯：1975年，我们在戴维斯顾问公司有过这种经历。
>
> 乔尔·格林布拉特：如果你是一位投资者，那么你需要了解自己。你能在下跌时承受多少痛苦？这取决于你一开始进行特殊投资和投资分类时所选定的证券投资组合规模。

既然逆周期行为是避免受近期危机全面影响的要素，那么顺周期行为就代表着潜在的最大错误。在市场繁荣期维持看涨仓位（或加仓）的投资者，为崩溃及随后的复苏准备得最不充分。

- 下跌会对投资者的心理产生巨大的影响。
- 追加保证金通知和没收附属抵押品消除了杠杆性工具。
- 持有问题股需要投资经理采取补救措施。
- 像往常一样，信心的丧失阻碍了人们在正确的时间做正确的事情。

尽管得不到优异的表现，但在衰退的市场中，人类的天性令防御型投资者及其客户因损失比别人少而得到安慰。这会产生两个重要影响。第一，令他们保持镇定，抵抗往往导致人们在低点抛售有心理压力。第二，令他们维持更好的心态与财务状况，更有能力逢低买进，在杀戮中获利。因此，他们通常在复苏期做得更好。

这无疑就是过去几年中发生的一切。信贷市场在2007—2008年遭受的打击尤其严重，因为信贷市场是创新产品、风险承担和杠杆使用的集中地。同样，信贷市场在2009年的盈利也达到了历史最好水平。在衰退期幸存并且逢低买进是获得成功——特别是相对成功——的准则，但前提是避免错误。



犯错虽然简单，但错误的形式多种多样——多到不胜枚举。以下是一些常见的错误形式：

- 分析过程中的数据或计算错误导致错误估价。
- 对各种可能性及其后果估计不足。
- 贪婪、恐惧、嫉妒、自负、终止怀疑、盲从和屈服（或兼而有之）达到极致。
- 最终，风险承担或风险容忍过度。
- 价格显著偏离价值。
- 投资者没有注意到这种偏离甚或推波助澜。

理想情况下，聪明而审慎的第二层次思维者会留意分析性错误与其他投资者的失败，进而做出正确的反应。他们在过热或过冷的市场中探查估价过高或过低的资产。他们调整路线，避免犯别人犯下的错误并期待从中获利。投资错误的定义很简单：价格偏离内在价值。而发现并避免错误就没有这么简单了。

最令人迷惑并且最具挑战性的是，错误是不断变动的。有时价格过高，有时价格过低。价格与价值的偏离有时影响个别证券或资产，有时影响整体市场——有时影响这个市场，有时影响那个市场。有时做一件事会犯错，有时不做这件事也会犯错；有时看涨会犯错，有时看跌也会犯错。

当然，从定义来看，大多数人都会犯错误，因为如果不是因为他们行动的一致性，错误就不会存在。采取相反的行动需要逆向投资态度，而长期逆向投资会带来孤独感和错误感。

与本书中探讨的其他问题一样，如何避免错误、识别错误并采取相应的行动，是无法用规则、算法或线路图来表示的。我强调的是领悟力、灵活性、适应性以及从环境中发现线索的思维模式。

一种提高投资效果的方法——也是我们在橡树资本管理公司大力推行的——是思索今天的错误会是什么，然后设法避免它。

有时投资中可能出现以下错误：

- 不买。

乔尔·格林布拉特：还有另一番广阔的天地，优秀的投资者并不

会为此而担心。

• 买得不够。

• 在竞争性标售时没有坚持出价。

• 持有太多现金。

• 没有使用足够的杠杆。

• 没有承担足够的风险。

这并不能代表2004年的情况。我从未听到过任何等待做心脏手术的人抱怨说“真想多上班”。同样，我认为不会有人在未来几年回过头来说：“真想在2004年多投资。”

相反，我认为2004年可能出现以下错误：

• 买入过多。

• 买入过于积极。

• 出价太高。

• 使用杠杆过多。

• 为追求高收益而承担过多风险。

有时投资错误是不作为：有些事情你该做却没有做。我认为今天的错误可能是作为：有些事情你不该做却做了。有时需要积极进取，而我认为现在需要的是谨慎。

《当今的风险与回报》，2004年10月27日

最后，重要的是要记住，除了作为（如买进）和不作为（如没有买进），还有错误并不明显的情况。当投资者心理平静、恐惧与贪婪平衡时，资产价格相对于价值可能是公允的。在这种情况下，投资者可能不需要采取紧急行动，知道这一点也很重要。不需要取巧的时候，自作聪明就会带来潜在的错误。

克里斯托弗·戴维斯：这是一个精彩的引述。

# 19
# 增值的意义

> 增值型投资者的表现是不对称的。他们获得的市场收益率高于他们蒙受的损失率……只有依靠技术，才能保证有利环境中的收益高于不利环境中的损失。这就是我们寻找的投资不对称性。

就风险与收益来看，达到与市场一致的表现并不难，难的是比市场表现得更好：增值。这需要卓越的投资技术和深刻的洞察力。所以在这里，在本书接近尾声的时候，我们又回到了第1章，回到了拥有特殊技术的第二层次思维者身上。

本章的目的是阐明增值对于经验丰富的投资者的意义。为了达到这一目的，我要介绍两个来自投资理论的术语：一个是β系数，衡量投资组合相对市场走势的敏感度；另一个是α系数，我将它定义为个人投资技术，或是与市场走势无关的获利能力。



如前所述，市场收益是很容易实现的。一个按照股票市值比例持有构成某一特定市场指数的所有证券的被动指数基金，就能得到这样的结果。它反映出所选指数的特征——如上涨潜力、下行风险、β系数或波动、增长、昂贵或廉价、质量或差异——及其收益。它是投资的缩影，但不会增值。

于是我们可以这样说，所有股票投资者并非都从一张白纸开始，而是存在着简单模仿指数的可能性。他们可以走出去，按照市场权重被动地买进指数内的股票，在这种情况下他们的收益会和指数保持一致。或者他们可以通过积极投资而非被动投资来争取更好的表现。

主动型投资者有很多选择。首先，他们可以决定投资组合比指数更积极还是更保守，是长期坚持还是尝试选择市场时机。举例来说，如果投资者选择积极进取，他们可以通过增持指数中波动性更高的股票或者利用杠杆来提高投资组合的市场敏感度。这样做会增加投资组合的“系统性”风险，即它的β系数。（不过，理论上来说，尽管这些做法可以提高投资组合的收益，但是收益差异完全可以因系统性风险增加而得到充分的解释。因此，

这样的做法不会提高投资组合的风险调整后收益。）

其次，投资者可以做出不同于指数的选择来锻炼自己的选股能力——在指数内，多买某些股票，少买或不买其他股票，然后再加上一些指数之外的股票。通过这种做法，他们可以减少投资组合对个别公司的特殊事件的暴露程度，从而避免只影响某些股票而非整个指数的价格变动。由于“非系统性”原因，他们的投资组合构成与指数构成出现分离，因此收益也出现偏差。不过从长期来看，除非投资者有远见卓识，否则这些偏差最终会被抵消，他们的风险调整后收益会与指数收益趋于一致。

在第1章中提到的悟性不高的积极型投资者比消极型投资者好不到哪儿去，不要指望他们的投资组合会有比被动型投资组合更好的表现。他们可能很努力地在尝试，很注重进攻或防守，或者在干劲十足地交易，但不要指望他们会得到比被动型投资组合更高的风险调整后收益。（由于承担非系统性风险以及不必要的交易成本，他们的收益还有可能更低。）

这并不意味着如果市场指数上升15个百分点，每个非增值型积极投资者都会得到15%的收益。他们持有不同的积极投资组合，其中一些投资组合的表现会比其他投资组合好……不过并不持久或可靠。他们共同反映整体市场，但每一个投资组合都有自己的特性。

举例来说，可以认为风险偏好型积极投资者在繁荣期比指数表现得好，在衰退期比指数表现得差。由此引入β系数。β系数在理论上表示相对波动性，或是投资组合收益相对于市场收益的表现。β系数大于1的投资组合的波动性高于参照市场，β系数小于1则意味着波动性较低。在忽略非系统性风险的前提下，β系数乘以市场收益即为特定投资组合的预期收益。如果市场上涨15%，那么β系数为1.2的投资组合的收益将是18%（加或减α系数）。

以理论分析信息后得出，收益的提高是β系数增加或系统性风险所致，且收益不会因补偿系统性风险之外的风险而提高。这是什么原因呢？根据理论，市场所补偿的风险是投资中内在的、不可避免的风险：系统性或“不可分散性”风险。其余风险则来自持股决策：非系统性风险。既然这种风险可以通过多元化来消除，投资者就不应因承担这种风险而得到额外的收益补偿。

根据理论，投资组合表现（$y$）的计算公式如下：

$$y=\alpha+\beta x$$

在这里，α代表α系数，β代表β系数，$x$是市场收益。投资组合相对于市场

的收益等于它的β系数乘以市场收益，再加上α（技术相关性收益）就是总收益（当然，理论认为α系数是不存在的）。

> 克里斯托弗·戴维斯：不过，这个β系数是衡量风险的标准吗？这看起来与之前关于风险的讨论有一点儿背道而驰。但是，即使这个β系数并不是最有意义或最有用的工具，然而橡树资本管理公司在风险调整后收益这一方面仍表现得十分出色。

如前所述，虽然我不认同风险就是波动，但是我仍然强调，要根据整体风险考虑投资组合收益。利用高风险投资组合赚取18%收益的投资经理，未必比用低风险投资组合赚取15%收益的投资经理更加高明。风险调整后收益才是关键，尽管我认为最好的评估投资组合表现的方法是主观判断而不是科学计算，因为风险（而不是波动）是无法量化的。

> 乔尔·格林布拉特：对于商科的学生（也许学习过其他的知识）而言，这是一个十分重要的概念。

当然，我也不认同等式中α为零的说法。投资技术是存在的，尽管并非人人都有。只有考察风险调整后收益，才可能确定投资者是否具有远见卓识、投资技术或α系数……即投资者是否能够提升价值。

α-β模型是一个评估投资组合、投资组合经理、投资策略以及资产配置方案的好方法。它是一种条理分明的方法，可以帮助我们思考收益有多少来自环境、有多少来自投资者对价值的提升。举例来说，显然下面这位投资者没有任何技术（见表19–1）：

**表19–1 无技术投资者表现I**

| 时间 | 基准收益 | 投资组合收益 |
|---|---|---|
| 1 | 10 | 10 |
| 2 | 6 | 6 |
| 3 | 0 | 0 |
| 4 | –10 | –10 |
| 5 | 20 | 20 |

下面这位投资者也没有技术，业绩只有基准收益的一半（见表19–2）：

**表19–2 无技术投资者表现II**

| 时间 | 基准收益 | 投资组合收益 |
|---|---|---|
| 1 | 10 | 5 |
| 2 | 6 | 3 |
| 3 | 0 | 0 |
| 4 | –10 | –5 |
| 5 | 20 | 10 |

这位投资者也没有技术，业绩是基准收益的两倍（见表19–3）：

**表19–3 无技术投资者表现III**

| 时间 | 基准收益 | 投资组合收益 |
|---|---|---|
| 1 | 10 | 20 |
| 2 | 6 | 12 |
| 3 | 0 | 0 |
| 4 | –10 | –20 |
| 5 | 20 | 40 |

这位投资者有些技术（见表19–4）：

**表19–4 有一定技术投资者表现**

| 时间 | 基准收益 | 投资组合收益 |
|---|---|---|
| 1 | 10 | 11 |
| 2 | 6 | 8 |
| 3 | 0 | –1 |
| 4 | –10 | –9 |
| 5 | 20 | 21 |

这位投资者的技术水平较高（见表19–5）：

**表19–5 有较高技术投资者表现**

| 时间 | 基准收益 | 投资组合收益 |
|---|---|---|
| 1 | 10 | 12 |
| 2 | 6 | 10 |
| 3 | 0 | 3 |
| 4 | –10 | 2 |
| 5 | 20 | 30 |

如果你能容忍波动，那么这位投资者的技术水平最高（见表19–6）：

**表19–6 高水平投资者表现**

| 时间 | 基准收益 | 投资组合收益 |
|---|---|---|
| 1 | 10 | 25 |
| 2 | 6 | 20 |
| 3 | 0 | –5 |
| 4 | –10 | –20 |
| 5 | 20 | 25 |

这些表格表明，“战胜市场”和“卓越投资”相去甚远——见第三个例子的时间1和时间2。关键不仅在于你的收益是多少，而且在于你为获取收益所承担的风险有多大。

《收益及其获得方法》，2002年11月11日



在评估投资者的技术以及比较防御型投资者和积极进取型投资者的投资业绩的时候，记住这些考虑因素很重要。你可以将这一过程称为风格调整。

在衰退期，防御型投资者的损失少于积极进取型投资者。他们提升价值了吗？未必。在繁荣期，积极进取型投资者比防御型投资者赚得更多。他们做得更好吗？如果不做进一步调查，很少有人会同意这种说法。

单单一年的结果基本上是反映不出技术的，尤其是当结果与符合投资者风格的预期收益相一致时。高风险承担者在市场上涨时获得高额收益，或保守型投资者在市场下跌时最小化损失，相对来说也很难说明什么。关键在于他们的长期表现，以及他们在与自身风格不相符的市场环境中所取得的表现。

可以通过一个2×2矩阵来说明问题（见表19–7）。

**表19–7 两种类型投资者表现比较**

| | 积极进取型投资者 | 防御型投资者 |
|---|---|---|
| 无技术 | 市场上涨时获利丰厚，市场下跌时损失惨重 | 市场下跌时损失不多，但市场上涨时获利也不多 |
| 有技术 | 市场上涨时获利丰厚，市场下跌时不会造成同等程度下跌 | 市场下跌时损失不多，但市场上涨时获利颇丰 |

这一矩阵的关键是收益的对称性或不对称性。缺乏技术的投资者赚到的收益仅仅是市场收益以及他们的风格使然。没有技术的激进型投资者会朝两个方向大幅波动，防御型投资者则朝两个方向小幅波动。这些投资者在他们的风格之外没有任何贡献。当他们的风格受欢迎时会表现良好，反之则表现不佳。

另一方面，增值型投资者的表现是不对称的。他们获得的市场收益率高于他们蒙受的损失率。有技术的积极进取型投资者在牛市里表现良好，但是不会在相应的熊市中又把赚到的钱全赔进去，而有技术的防御型投资者在熊市中损失相对较少，在牛市中获利相对较多。

在投资中，一切都有利有弊并且是对称的，只有卓越技术除外。只有依靠技术才能保证在有利环境中的收益高于在不利环境中的损失。这就是我们寻找的投资不对称性。卓越技术是获得不对称投资的先决条件。

乔尔·格林布拉特：再次强调，技艺精湛的投资者实质上是在践行理解投资的过程，而不仅仅是对近期的收益进行估价。

以下是橡树资本管理公司的业绩愿景：

在市场繁荣期，达到平均表现即可。在繁荣期人人都能赚钱，为什么一定要在市场表现良好时战胜市场呢？我还没见过谁能给出令人信服的理由。不，在繁荣期达到平均表现就足够了。

不过，有一个时期是我们认为有必要战胜市场的，那就是在衰退期。我们的客户不愿首当其冲面对市场损失，我们也不愿这样。

因此，我们的目标是在市场表现良好时与市场表现一致，而在市场表现不好时超越市场表现。初看似乎过于稳健，但实际上这是一个相当宏大的目

标。

为了在市场表现良好时与市场表现保持一致，一个投资组合必须有适当的β系数和市场相关性。但是，如果在市场上涨时我们得益于β系数和市场相关性，那么它们会不会在市场下跌时伤害我们？

如果我们能持之以恒地做到在市场衰退时损失更少、在市场上涨时充分参与，那么原因只有一个：α系数或技术。

乔尔·格林布拉特：然而，与橡树资本管理公司不同，许多投资公司会进行大量的评估，并以此作为可供长线投资参考的良好记录。有了更多的资本后，大多数投资经理会进行不同的投资，而不是像他们之前那样建立出色的投资记录。当投资机会出现紧缩迹象时，橡树资本管理公司便会获得资本回报。很少会有投资者能遵循这一方法。

这是一个增值型投资的例子，已历经数十年的验证，只能是投资技术使然。不对称性——上涨时的收益高于下跌时的损失，并且超过单纯投资风格所致的结果——应成为每一位投资者的目标。

# 20
# 合理预期

关于收益的期待无疑是合理的。任何因素都会将你置于麻烦之中，其通常表现为令人难以接受的风险。

我想指出，没有哪一种投资行为会轻易成功，除非其收益目标在绝对和相对的风险之下是明确且合理的。每一种投资的结果应该以你试图实现的目标作为开始。关键问题在于，你的收益目标是什么，你能承受多大的风险，你暂时需要多少流动资金。

收益目标必须是合理的。我们能够追求什么样的收益呢？大多数时候——尽管在任何特殊的时间点，这并不是必要的（甚至在今天也不是必不可少的）——追求个位数或低于两位数的收益可谓合情合理。高利润则十分罕见，这通常被视为是有经验的投资高手（只有他们中的少数佼佼者）的领域。而那些特殊的持续性收益也是一样。对这些方面抱有过高的期待往往会令人失望或者蒙受损失。只有一个解决方法：问问自己，你所期待的收益是不是好得不像是真的，这需要你采取怀疑的态度——毋庸置疑，这对于取得投资的成功非常重要。

我不认为普通的风险和资本市场的基本作用能够带来可观的收益。较高的收益是“反常的”，要想实现这一目标需要结合以下这些要求：

- 在极度低迷的市场环境中买进（希望能有一个良好的卖出环境）
- 杰出的投资技能
- 强大的风险承受能力
- 强有力的杠杆，或者是
- 好运气

因此，投资者应该这样来追逐收益——只有自己相信这些要素中的一部分，并且愿意为此下赌注。然而在某种程度上，这其中的任意一项都是会有问题的。绝佳的买入机会并不是每天都有。非同一般的技能也实属罕见。当出现差错时，风险承受能力会对你不利。杠杆也是如此，它作用于两个方向——放大危险同样提升盈利能力。绝对不能指望凭借运气取胜。技能是转瞬即逝的要素，但是它十分罕见（在低收益的环境中，就连技能都不一定能带来高收益）。

---

关于合理预期的重要性有几个特例，没有哪一个能比最近发生的麦道夫骗局更引人注目了。

随着伯纳德·麦道夫操控的史上涉案金额最大的“庞氏骗局”真相大白，人们发现，他之所以屡屡侥幸得手，其原因在于他的投资客户未能质疑他所宣称的投资收益是否具有可行性。

麦道夫宣称的投资收益并不是超乎寻常的高：一年的投资收益率为10%左右。特别之处在于，他每年都能实现这一目标，甚至在状况不佳的时候也是如此。然而，他的客户中很少有人会质疑这些收益是如何实现的以及是否合情合理。

在20世纪的大多数时候，普通股的平均投资收益率为10%，但是这期间会经历持续的浮动和多年的低潮。事实上，尽管有10%的平均值，单一年份的投资收益率很少能达到10%。历史证明普通股的平均投资收益率是有着较大浮动的。

如果你追求的是可靠的收益，那么你可以选择短期国债，这可以使你免于考虑价格波动、信用危机、通胀危机以及流动性不足。不过，短期国债的收益率向来不高。

麦道夫是如何保持像短期国债一样的稳定性，并在此基础上实现较高的股票收益率的？在前面列出的5项要素中，他具备了哪几项？

- 在近20年的时间里，无论投资情况好坏与否，他一直都对外宣称取得了投资收益。

- 没有人了解他的特殊投资技能，也不知道他的计算机模型有何特殊之处，又是什么使他得以瞒天过海不为人发现？

- 他所宣称的结果并不是基于他对市场走向的预测或选取个股的能

力。

- 他公开宣称的方法中并没有包括杠杆。
- 没有人能够走运如此之久。

麦道夫的收益简单得毫无道理。他的投资客户既没有“进行过调查”，也没有“认为这是合理的”。他的方法和结果有着难以承担的后果：他的资本无以维系，而他所描述的方法在亏损的时间段内也是毫无用处的。但是，人们往往在被告知意外之财唾手可得的时候，会丧失理智并开始做出非理性的预期。麦道夫骗局是一个例外，它不同于“好得不像是真的”这一关于不合理预期的重要判断标准。但是，很少有人能够保持清醒。

通过麦道夫骗局，我想提出一个好方法来区别合理和非合理预期。除了问“这是否好得不像是真的”之外，再问一句“为什么会是我”。当销售人员在电话里向你推销一种自称可靠的生财之道时，你应该思考一下，他为什么会推荐给你而不是自己留着。同样，当一个经济学家或分析师分享给你一个“在未来肯定会发生的”观点时，你应该质疑一下，既然金融衍生工具可以被用于将正确的预测转变为巨额收益（无须投入大量资金），那么他为什么仍然在为生计奔波？

每个人都想知道如何做出正确的判断并获得投资的成功，最近有人问过我：“你怎么确定你是在处于低谷时进行投资，而不是投入得太早？”发现低谷能让我们的预期变得合理。我的回答很简单：“你无法确定。”

“低谷”是一个节点——此时，某一资产的价格停止下跌并蓄势待发等候上涨。这只有通过回溯才能得以确定。

如果市场是合理的，不会出现低于实际价值的贱卖，而价格一旦过低，这时我们就可以认为是到达了低谷。但是，由于市场一直处于迭代过度的状态——价格在降至其实际价值后仍下跌不止，因此无法预测价格何时才会停止下跌。理解“便宜”绝不等于“不会大跌”是十分必要的。

我试着用一种逻辑化的方法来看待低谷。在下跌期间，有三个时机可以买进：下跌时、跌至谷底时、上涨时。我不认为我们会知道何时到达低谷，就算我们能够发现，这对于买进资产也并无太大的助益。

如果我们等到低谷已过、价格开始回升的时候，不少人会因为价格上涨而买进，这使持有者坚定了信心并且不会卖出。而资金补给不足则使买家难

以大量购买资产。这时候，买家便会发现为时已晚。

它使买进行为开始降温，而这正是我们所希望看到的。好消息是，当价格下跌时，我们选择买进，而别人却以“没有必要空手接落刀”为借口不敢行动。不过，当刀如雨下的时候，最好的交易往往在此时应运而生。

伏尔泰曾经说过一句至理名言：“完美是优秀的敌人。”这对于投资领域极为适用，只有当条件达到完美时，人们才会坚持投资——例如，只在低谷时买进——这会令你错失很多机会。在投资中坚持完美往往会一无所获，我们所能期待的最佳情况是尽可能地进行大量的明智投资，在最大程度上规避糟糕的投资。

橡树资本管理公司是如何解决“应该在何时买入”这个问题的？我们会放弃追求完美，以及不会执着于确定何时到达低谷。更确切地说，如果我们认为出现了便宜货，我们就会买进。如果价格更加低廉，我们就会买得更多。要是我们投入了全部资本，我们理所应当会获益更多。

在我们的6条投资哲学当中，有一条是提倡“否定市场时机”的。我们花费了大量的工夫去分析市场环境，绝不会在没有考虑风险和收益的前提下贸然投资。更确切地说，在上述这些条件下，我们对市场时机不感兴趣，除非能够发现一些较有吸引力的要素。我们绝不会这样说：“今天的价格很便宜，但是我们认为在半年内还会更加便宜，所以让我们等待观望吧。”寄希望于在低谷时买进是不切实际的。



除了过多的信任和缺乏风险意识之外，我认为不切实际的预期在近期的金融危机中首当其冲，继而引起了市场崩溃。

下面是我的想象——2005—2007年，投资者对于收益的典型态度，其中包括了个人投资者和机构投资者。

> 我需要8%。不过，我更乐意获得10%。12%更加不错，15%就是锦上添花。20%……好极了。30%……这真是棒极了。

大多数人会认为这段想象中的内心独白无可厚非。不过，这其中有一些问题，因为投资者没有质疑既定目标是否合理，以及如何才能实现既定目标。真相是，试图在既定环境中获得高额收益往往需要加大风险承担：例如，有着较大风险的股票或债券、高度集中的投资组合，或者增加杠杆的作用。

典型的投资者应该这样形容自己对于收益的态度：

> 我需要8%。不过，我更乐意得到10%。12%更加不错，但是我不会想要更多了，因为这样会加大我无法承受的风险。我不需要获得20%那么多。

我鼓励你去考虑一下“足够好的收益”，认识到不值得费力去获取高收益以及没有必要去承担风险是很有意义的。



投资预期必须是合理的。背负无力承担的风险，任何投资都会让你身陷困境。在你接受所谓的天价收益——无风险、有着稳定且高于短期国债的“绝对收益”之前，你理应质疑它们能否实现，而不仅仅是为之倾倒。考虑一下：一个投资者如何运用自己的技能合理地使之成为现实，为什么你能够获得看似划算的潜在盈利机会？换言之，这些是否“好得不像是真的”？

# 21
# 最重要的事

拥有成功的投资或成功的投资生涯的基础是价值，你必须清楚地认识到你想买进的东西的价值。价值包括很多方面，并且有多种考察方法。简单来说，它就是账面现金和有形资产价值，公司或资产产生现金流的能力，以及所有这些东西的增值潜力。

> 保罗·约翰逊：这一章中的所有摘要都是值得一读并牢记的。本章出色地对全书进行了扼要重述，而且值得投资者特别注意并定期重温。

为取得卓越的投资结果，你必须对价值有深刻的洞察。因此你必须学会别人不会的东西，以不同的视角看待问题，或者把问题分析得更到位——最好三者都能做到。

你必须以可靠的事实和分析为基础，建立并坚持自己的价值观。只有这样，你才能知道买进和卖出的时机。只有拥有良好的价值感，你才能培养在资产价格高涨并且人人认为价格会永远上涨的时候获利的纪律，或在危机时甚至价格日益下跌时持仓，并以低于平均价格买进的勇气。当然，为达到在这些情况下获利的目的，你对价值的估计必须准确。

价格和价值的关系是成功投资的关键。低于价值买进是最可靠的盈利途径，高于价值买进则很少奏效。

> 乔尔·格林布拉特：这是所有优秀投资背后的基本原则。

导致资产低于价值出售的原因是什么？买入机会存在的主要原因是对现实

认识不足。高品质是显而易见的，发现便宜货则需要敏锐的洞察力。出于这个原因，投资者往往把客观优点误以为是投资机会。优秀的投资者却从未忘记，他们的目标是买得好，而不是买好的。

除了提高获利潜力之外，以低于价值的价格买进是限制风险的关键因素。买进成长型股票或参与“热门”动量市场都起不到这样的作用。

价格和价值的关系受心理和技术的影响，这是两种可以在短期内主导基本面的力量。这两个因素所致的极端价格波动提供了获利或失误的机会。为了得到前者而不是后者，你必须坚持价值的概念并应对心理和技术因素。

经济与市场周期上下波动。无论此刻它们朝向哪个方向运动，都会有大多数人相信它们会朝着这个方向永远走下去。这样的思想非常危险，因为它会扰乱市场，将价格推向极端，引发多数投资者难以承受的泡沫与恐慌。

同样，投资者的群体心理也呈现有规律的钟摆式波动——从乐观到悲观，从轻信到怀疑，从唯恐错失良机到害怕遭受损失，从急于买进到迫切卖出。钟摆的摆动导致人们高买低卖。因此，作为群体中的一员注定是一场灾难，而极端时的逆向投资则可能避免损失，取得最后的胜利。

特别值得一提的是，风险规避——适度的风险规避是理性市场必不可少的组成部分——有时过少，有时过度。投资者在这方面的心理波动是产生市场泡沫和崩溃的重要原因。

永远不要低估心理影响的力量。贪婪、恐惧、终止怀疑、盲从、嫉妒、自负以及屈从都是人类本性，它们强迫行动的力量是强大的，尤其是在它们达到极致并且为群体共有的时候。群体会影响他人，善于思考的投资者也会察觉到它们的影响。任何人都不要奢望对它们免疫和绝缘。不过，虽然我们能感知到它们的存在，但是我们绝不能屈从；相反，我们必须识别并对抗它们。理性必须战胜情感。

大多数趋势——看涨与看跌——最终总会发展过度。较早意识到这一点的人会因此而获利，较晚参与进来的人则因此而受到惩罚。由此推导出我最重要的一句投资格言：“智者始而愚者终。”抵制过度的能力是罕见的，但却是大多数成功投资者所具备的重要特质。

我们不可能知道过热的市场将何时冷却，也不可能知道市场将何时止跌上涨。不过，虽然我们不知道将去向哪里，但我们应该知道自己身处何方。我们可以通过周边人的行为推知市场处在周期中的哪个阶段。当其他投资者无忧无虑时，我们应小心翼翼；当其他投资者恐慌时，我们应变得更加积极。

不过，即使逆向投资也不会永远带来收益。买进卖出的大好机会与极端价格相关，而就定义来看，极端价格是不会天天出现的。我们势必要在周期中的其他时候买进卖出，因为很少有人会满足于几年一次的操作。当局势对我们不利时，我们必须能够识别出来，并且采取更加谨慎的行动。

在价值坚挺、价格低于价值以及普遍消极心理的基础上买入，很有可能会取得最好的投资结果。然而，即使这样，在形势按照我们的预期发展之前，也可能会有很长一段时间对我们不利。“定价过低”绝不等同于“很快上涨”。这就是我的第二句重要的格言：“过于超前与犯错没有区别。”在证明我们的正确性之前，我们需要足够的耐心与毅力长期坚持我们的立场。

除了具备衡量价值的能力并且在定价适中时追求价值之外，成功的投资者还必须有正确应对风险的方法。他们必须突破学院派主张的将风险等同于波动的定义，并且理解最重要的风险是永久损失的风险。他们必须认识到，提高风险承担不是投资成功的必胜手段，他们还必须认识到，高风险投资会导致更广的结果范围和更高的损失概率。他们必须了解每项投资的损失概率，并且只在回报极为可观时承担这样的风险。

大多数投资者都简单地把注意力放在收益机会上。一些领悟力较高的人认

识到理解风险和获取收益同等重要，但是极少投资者具备了解相关性——这一控制投资组合整体风险的关键因素所需的素质。由于相关性差异，具有相同绝对风险的个别投资能够以不同的形式组成不同风险级别的投资组合。大多数投资者认为多元化指的是持有许多不同的东西，很少有投资者认识到：只有投资组合中的持股能可靠地对特定环境发展产生不同的反应时，多元化才是有效的。

尽管正确的积极进取型投资能够带来令人振奋的结果——特别是在繁荣期，但它产生的收益不像防御型投资那么可靠。因此，损失少而轻是产生最好投资记录的部分原因。橡树资本管理公司多年来坚持的信条“避免致败投资，制胜投资自然会来”，其被实践证明是正确的。一个每项投资都不会产生重大损失的多元化投资组合，是投资成功的良好开端。

风险控制是防御型投资的核心。防御型投资者不仅会努力做正确的事，还特别强调不做错误的事。因为在逆境中生存与在顺境中实现收益最大化是相矛盾的，所以投资者必须取得两者之间的平衡。防御型投资者更注重前者。

错误边际是防御型投资的关键要素。尽管当未来按照预期发展时，大多数投资都会成功，但是一旦未来不按预期发展时，错误边际就能够保证结果的可接受性。投资者获得错误边际的方法有：强调当前有形而持久的价值，只在价格低于价值时买进，避免使用杠杆，多元化投资。强调这些因素会限制你在繁荣期的收益，但是在形势恶化时，它能最大限度地提高你全身而退的概率。我最喜欢的第三句投资格言：“永远不要忘记一个6英尺高的人可能淹死在平均5英尺深的小河里。”错误边际能带给你持久力，帮你度过市场低迷期。

风险控制和错误边际必须时刻在你的投资组合中有所体现。但你必须记住，它们是“隐蔽资产”。市场多数时候处于繁荣期，但是只有在衰退期——潮水退去的时候——才能凸显防御的价值。因此，在繁荣期，防御型投资者必须知道，自己的收益（尽管可能不是最高）已经取得了适当的风险保障……即使事后证明这种风险规避是不必要的。

投资成功的基本要求之一，也是最伟大的投资者的必备心理之一，是认识到我们无法预知宏观未来。很少有人（如果有的话）对未来经济、利率、市场总量有超越群体共识的看法。因此，投资者的时间最好用在获取“可知”的知识优势上：行业、公司、证券的相关信息。你对微观越关注，你越有可能比别人了解得更多。

很多投资者认为自己知道经济和市场的未来走势（并采取相应的行动），实则不然。他们根据自己对未来的认识采取积极的行动，但很少能够取得理想的结果。建立在坚定但不正确的预测基础上的投资，是潜在损失的根源。

很多投资者（无论业余的还是专业的）认为，世界是有序运行的，是可以被掌握并预测的。他们往往忽视了隐藏在未来发展之下的随机性和概率分布。因此，他们将行动建立在他们对未来的唯一预期结果之上。这种做法有时候能够奏效，并为投资者赢得赞誉，但不足以带来长期而稳定的成功。无论是在经济预测还是投资管理中，都会有人是完全正确的，但一个人很少有持续正确的时候，这样的结果是没有任何价值的。最成功的投资者在大部分时间里都“接近正确”，这已经远比其他人做得更好了。

保持正确的关键在于避免经济波动、公司困境、市场震荡以及投资者轻信所带来的错误。虽然没有避免错误的必胜方法，但是毫无疑问，意识到这些潜在危险就是避免身受其害的良好开端。

无论是在衰退期限制损失的防御型投资者，还是在繁荣期争取收益的积极进取型投资者，都已经证明自己是有技术的。想要得到投资者真的是在提升价值的结论，我们必须考察他们在与自己投资风格不相符的环境下的投资表现。积极进取型投资者是否能在市场下跌时减少损失？保守型投资者能否在市场上涨时积极参与？这种不对称性就是真实技术的体现。投资者的制胜投资是否多过致败投资？制胜投资的收益是否大于致败投资的损失？繁荣期所带来的利益是否高于衰退期所带来的痛苦？长期结果是否好过单纯由投资者风格带来的结果？这些能力都是优秀投资者的标志。如果

做不到这些，那么投资者可能得到的收益就是市场收益与β系数的乘积。



只有拥有非凡洞察力的投资者才能稳定而正确地预测支配未来事件的概率分布，并发现隐藏在概率分布左侧尾部的不利事件下的潜在风险补偿收益。

霍华德·马克斯：理解不确定性：上述文字极好地说明了该如何应对不确定性，即感觉到这些事情会发生，互相之间具有一定的相似性，评估价格（从该价格中获得潜在的利润）能否从当下的不确定性中向投资者提供可观的潜在回报。

这个对成功投资的要求的简单描述，建立在对各种可能收益和不良发展风险的理解基础上，捕捉到了你应该注意的要素。我把成功投资的任务托付给你，它会带给你一个富有挑战性的、激动人心且发人深省的旅程。

乔尔·格林布拉特：很好地理解价值以及如何对待价格浮动是成功投资的关键。尽管很多聪明人能够掌握价值评估的技能（特别是当他们可以遵守纪律地停留在巴菲特所谓的“能力范围内”），但绝大多数的投资者是无法适应瞬息万变的市场和个股异常波动的情况的。这也就是为什么马克斯在书中所提到的经验教训如此重要，我很高兴能够一遍又一遍地阅读本章（还有全书）——这是一本货真价实的投资经典著述。

图书在版编目（**CIP**）数据

投资最重要的事 /（美）霍华德·马克斯著；李莉，石继志译. -- 3版. -- 北京：中信出版社，2019.2
书名原文: THE MOST IMPORTANT THING ILLUMINATED
ISBN 978-7-5217-0060-2
I . ① 投… II . ① 霍… ② 李… ③ 石… III . ① 私人投资 IV . ① F830.59
中国版本图书馆CIP数据核字（2019）第025644号

THE MOST IMPORTANT THING ILLUMINATED by Howard Marks
Copyright © 2013 by Howard Marks
Simplified Chinese translation rights © 2019 by CITIC Press Corporation.
All rights reserved.

投资最重要的事
著者：［美］霍华德·马克斯
译者：李莉 石继志
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

版次：2019年2月第3版
京权图字：01–2011–7586
广告经营许可证：京朝工商广字第8087号
书号：ISBN 978–7–5217–0060–2

版权所有·侵权必究

Tony Robbins

# MONEY
## 钱
## MASTER THE GAME
7 SIMPLE STEPS TO FINANCIAL FREEDOM

7步创造终身收入

[美] 托尼·罗宾斯◎著　刘建位◎译

中信出版集团

史蒂夫·福布斯、比尔·克林顿、瑞·达利欧、约翰·博格等 联合推荐

# 钱：7步创造终身收入

[美]托尼·罗宾斯 著
刘建位 译

中信出版社

# 目录

献词

推荐语

推荐序1

推荐序2

推荐序3

推荐序4

第一部分 欢迎来到丛林：旅程从这一步开始

第1章 自己的钱！自己的生活！自己做主！

第2章 简单7步投资法实现财务自由：创造终身收入

第3章 利用复利魔力：做出一生最重要的财务决策

第4章 掌控金钱：进行突破

第二部分 成为内行：加入之前先了解游戏规则

第5章 打破误区：粉碎9种投资营销谎言

第6章 哄来13万亿美元的营销谎言1：“把投资交给我们管理，我们能够战胜市场”

第7章 投资营销谎言2：“我们的收费？你付的只是小钱！”

第8章 投资营销谎言3：“我们的收益——你看到的就是你得到的”

第9章 投资营销谎言4：“我是你的经纪人，我是来帮你的”

第10章 投资营销谎言5："退休金有401（k）就行"

第11章 投资营销谎言6："目标日期基金"

第12章 投资营销谎言7："我恨年金，你也应该恨"

第13章 投资营销谎言8："高风险才有高收益"

第14章 投资营销谎言9："我们自欺欺人的谎言"

第三部分 梦想的代价，让游戏能赢

第15章 梦想的价码是多少？让游戏能赢

第16章 你的计划是什么？

第17章 加速财富积累第1招：储蓄更多，投资更多

第18章 加速财富积累第2招：赚钱更多，投资更多

第19章 加速财富积累第3招：减少费用，减少纳税

第20章 加速财富积累第4招：获得更高收益率，加速冲向胜利

第21章 加速财富积累第5招：改变人生，先改变生活方式，活得更好

第四部分 做出你一生最重要的投资决策

第22章 终极目标清单：资产配置

第23章 比赛就是为了赢：风险/成长水桶

第24章 梦想水桶

第25章 选时重于一切

第五部分 只赚不赔：创造一个终身收入计划

第26章 打不垮，沉不了，压不住：全天候投资策略

第27章 发大财的时候到了：抗台风的收益和无可匹敌的业绩

第28章 自由：创造终身收入计划

第29章 赢的时候到了：收入就是结果

第30章 超级富豪的秘密（你也可以用）

第六部分 像万里挑一的大师那样投资：亿万富翁战术手册

第31章 顶级大师面对面

第32章 卡尔·伊坎：宇宙主宰

第33章 戴维·斯文森：管理239亿美元的工作都是爱

第34章 约翰·博格：投资先锋

第35章 沃伦·巴菲特：奥马哈圣人

第36章 保罗·都铎·琼斯：当代罗宾汉

第37章 瑞·达利欧：全天候投资大师

第38章 玛丽·卡拉汉·厄道斯：管理万亿美元资产的女人

第39章 布恩·皮肯斯：努力致富，努力给予

第40章 凯尔·巴斯：风险大师

第41章 麦嘉华：被称为末日博士的亿万富豪

第42章 查尔斯·施瓦布：跟查克谈谈，他是普通人的经纪人

第43章 约翰·邓普顿爵士：20世纪最伟大的投资人

第七部分 只管去做，尽情享受，尽情分享

第44章 未来比你想象的更加光明

第45章 激情的财富

第46章 最终的秘密

附录 简单7步通向财务自由：成功检查清单

# 致谢

# 版权页

# 献词

未来有很多名字。对于软弱者而言，未来是无法实现的。对于胆小者而言，未来是不可知的。对于勇敢者而言，未来是完美的。

——维克多·雨果

要避免批评，只能什么话也别说，什么事也别做，什么人物也别期望。

——亚里士多德

# 推荐语

能预测市场并抓住暴富机会的人都有非凡天赋，而依照本书指出的简单7步投资法，普通人同样可以得到非凡的成果。

张昕帆

中信建投证券公司董事总经理

托尼·罗宾斯融会贯通50位顶级投资大师智慧，化专业为通俗，提炼出简单、实用7步通向财务自由之路，中国亿万普通投资者也都能懂能学能用。坚信长期的力量，精通过去长期战胜市场的中国优秀公募基金，进行合理资产配置，普通人可以更快实现财务自由梦想。

雷继明

汇添富基金公司副总经理

乍看书名略显直白，细看便发现这本书想要展示给读者的并不是简单的评论，而是关于财富与人性的精妙之言。无论何时何地，“钱生钱”的金融理财都是最能折射人性的游戏。这本书里关于“成为内行”的规则、实现财务自由的“梦想代价”等内容都在向人们展示作者的财富观，而那些法则与投资大师的故事无不暗含着价值投资的朴素理念。当然，无论是否认同作者的观点，我们都深信：只有当财富的灵魂是爱与认同的时候，金钱才会给人带来幸福。即使实现了作者描述的财务自由梦想，我们也要继续下一个旅程——把财富“留”给你爱的人，把事业“传”给值得你爱的人，把爱与认同一代一代地流传下去。

聂俊峰

北京银行私人银行总经理

以“钱”之微，知“投资理财”之著，托尼·罗宾斯提炼出简单7步投资法，深入探讨金钱本质，阔论人生自由、幸福的含义。巨著引路行天下，七旨在心田。

林军

航星基金总经理

理财是继健康、家庭、工作之后，我个人认为的第四件人生大事，学会让钱生钱，能让我们承担更多的责任，拥有更高的成就感，也会让家庭及周围的人有更高的安全感、幸福感！理财是我们人生需要掌握的重要个人技能。

王小刚

上海鼎锋资产合伙人，2012、2016、2017三次荣获私募基金经理金牛奖

心灵自由、财务自由都值得追求。在这本书里你可以找到追求财务自由的答案。

范为

申万宏源证券首席分析师，清华大学、北京大学研究生导师

君子爱财，取之有道。中国人从古至今便赋予财富传统文化与道德。托尼·罗宾斯的“道”其实恰恰暗合其中：一生二，二生三，三生万物。没钱的时候想挣钱，有钱之后必须理财。推荐此书，因为它会使我们的理财更加简单。

李朝晖

泰康人寿保险有限责任公司副总裁

# 推荐序1

钱每人每天都在用，人人都离不开，人人都在追求，甚至做梦都想要。但是如何赚钱、如何存钱、如何用钱、如何投资，父母不曾教过我们，学校也没有教过我们。我们在学校里学了那么多知识，语文、数学、英语，甚至是文言文、高数、核物理等高难度的内容，但在开始工作之后，因为在日常生活中基本用不到这些东西，我们会逐渐忘记它们。但是我们天天花钱、天天赚钱、天天想钱，却一点儿知识储备也没有，一点儿实务操作技能也没有。

缺什么就要补什么。要快速补充钱的知识，而且是易学易懂易用的真知，有大师智慧做支撑，有真实案例为证，有具体做法、具体产品可操作，让你读过这本书之后，就成为家里投资理财第一人。

我推荐《钱：7步创造终身收入》这本书，只有一个理由，这本书是最好的投资理财类实务教科书。最好的，没有之一。

这本书的核心和脉络，就是简单7步投资法。这本书分为七大部分，对应的是托尼·罗宾斯总结出来的简单7步投资法。这7步法是托尼·罗宾斯采访巴菲特等50位投资理财大师，把他们的投资理财精髓融会贯通，总结提炼出来的。

好多朋友一看这本书这么厚，就被吓跑了。其实这本书的作者是美国励志演讲第一人。首先，他的客户层次很高，他担任私人顾问，指导培训过很多名人，包括美国前总统克林顿、美国网坛巨星小威廉姆斯、电影巨星莱昂纳多·迪卡普里奥、企业家Salesforce.com公司创始人马克·贝尼奥夫等。他还担任著名对冲基金都铎投资公司创始人保罗·都铎·琼斯21年的私人顾问。其次，他组织的研讨会也是训练营，规模大，效果让参与者震惊。一场活动有5000人甚至上万人一起交流，即时沟通，可以让与会者周末两天持续集中注意力长达50个小时。奥普拉来之前说她根本不可能听上2个小时，但是12个小时之后，她站在椅子上，对着镜头大喊："这是我一生中最棒的体验！"

读这本书，不像是阅读，更像是在听托尼·罗宾斯演讲，像是听他讲了两天，约50个小时的投资理财课，这和你追韩剧、看美剧差不多。书里讲的很多故事都是发生在我们身边的普通人的平凡事，那些人原来也是不管钱的事，但读了罗宾斯的书之后，他们开始重视钱的事，用心打理钱的事，结果他们逐步实现了财务安全，甚至财务自由。财务自由，就是你再也不用只为了多赚钱而拼命了，你的投资理财会给你带来一生稳定持续的现金

收入，相当于自己给自己每月稳定地发工资，不工作照样有一份稳定的收入，你可以工作，但只是为了自己高兴而自愿工作。想想看，为了钱工作和为了爱工作，你的心态会有多么大的不同。为钱工作，你是钱的奴隶，为爱工作，钱是你的奴隶，这就是这本书给我上的第一课。积累了足够多的钱，你就能实现财务自由，钱就是自由。钱是身外之物，但自由不是，你做投资理财，目的不是积累更多的钱，而是自由——为了财务自由，为了心灵自由，为了灵魂自由。为了自由，好好打理你的钱吧。为了财务自由，好好读一读这本书吧。

这本书是美国人写的，也是写给美国人的，我们中国人读了会有用吗？

货币有国别之分，理财的基本手段和原则却没有太大的差别。而且，学习这本书的投资理财之道，并结合中国的国情，你会发现实践操作会更简单，会让你更赚钱。比如，这本书出现最多的是401（k），这是美国工作者普遍会参加的雇员退休养老金投资计划。它其实就是雇员出一部分钱，雇主也出一部分钱来投资基金，国家再让出一部分所得税。中国目前没有这种雇员养老金投资计划，所以你读到这些东西时，可以把它们简化成自己存钱、自己定期投资基金就行了。你只看其投资的基本原则，书里涉及的美国的那些法律规定你可以完全忽略。另外，作者讲了很多美国各州征收的所得税。中国各省市不征收地方税，所以碰到这方面的内容，你快速翻过去，大概了解一下就行了。所以中国人读这本书会更轻松，运用这本书讲的投资理财方法也更容易。下面我结合这本书的核心——简单7步投资法，一步一步地来说。

第一步，多存钱。

这本书第一部分讲第一步，其核心就三个字，多存钱。这一点，中国人比美国人强多了。中国人的储蓄率是世界上最高的。但是遗憾的是，现在的“80后”和“90后”的收入比他们的父母高多了，可花钱也多多了，所以他们存的钱反而较少。优秀的传统要发扬光大。要赚钱，先要有钱；要投资，先要有本钱。很多刚工作的人常常陷入一个误区，我钱少，存不下钱，或者也有一些工作一段时间的人情况相反，我钱多，收入高，不用存钱。

这本书却告诉我们，收入高的人，比如那些体育明星、演艺明星，一年的收入比很多普通人工作一辈子所赚到的钱加到一起还要多，可是这些明星有很多人后来都破产了。相反，有很多低收入的普通人，由于坚持存钱，把收入相当大的一部分存起来做稳健投资，结果他们一辈子生活得很安稳，到了晚年还积累了几千万美元的财富，还大笔捐赠做慈善事业。

可是，把收入拿出来相当大一部分存起来，自然会减少你的消费支出，也

会让你减少很多享受，平添不少痛苦。那么，怎么样才能多存钱又少遭受痛苦？这本书会告诉你一个诺贝尔经济学奖获得者想出来的巧妙办法，即承诺明天储蓄更多。

存钱了，有本钱了，怎么投资理财，让财富增值更多？投资理财市场是全球最大的市场，投资理财产品的广告到处都是，我要告诉你的只有两个字：小心。小心，千万要小心。这就是第二步。

第二步，少上当。

很多人意识到了投资理财的重要性，购买了各种投资理财产品，并把钱交给那些专业机构的专家来打理。可是事实上，很多投资理财产品和大多数医药保健品一样，你信的只是广告，不是疗效。你的投资是赚钱了，但是赚的钱大部分都进入银行、证券公司、基金公司的口袋里了。但是如果亏了钱，对不起，风险自担，没有一个机构会帮你分担。我在证券公司工作十年，慢慢地明白了，传说中的“十个人炒股，七赔二平一赚”是真的。其实“二平”的那两个人是赚钱的，但是扣除手续费等各种费用之后，他们能持平就很不错了。我在基金公司工作十多年了，结果发现，基金很赚钱，但基民大多数不赚钱，因为大多数基民都是在牛市高位买入，在熊市低位卖出，在长期赚大钱的基金上波段操作却亏了不少钱。有的是自己操作，也有不少是受了只想推销基金的银行理财经理的忽悠。还有一个买基金的大误区是，追逐上一年的业绩冠军基金，这就和在生活中购物时选择去年销量冠军的商品一样，其结果是你亏大了。但二者也有不同，购买上年的销量冠军商品，一般情况下，第二年即使不是冠军也至少还是前十名，可是上一年的基金业绩冠军，经常在下一年跌成了倒数的业绩冠军。尽管这个风水轮流转的事实圈里人都知道，但是基金公司和银行还是会大做广告，推销那些季度和年度的业绩冠军基金，很多外行一听就上当了。隔行如隔山，要进哪一行，就得懂那一行的规矩，唯其如此，才能少上当。

这本书第二部分告诉你9个最大的投资营销谎言，戳穿这些谎言，可以让你少上当。这就像孩子刚刚参加工作一样，走正道最重要，倘若孩子上当受骗走上了歪门斜道，他这辈子就完了。你要是听信那些投资营销谎言，你这辈子也完了，因为你的钱都进了证券公司、经纪人、银行理财经理的口袋里了，你是用自己的钱给别人攒退休养老金。

在我们看破了那些投资营销谎言后，如何走上投资理财的光明大道？这好似你的孩子大学毕业后，对事业和生活做了合理的配置，在达到一定层次之后，这个配置就需要升级，于是他向大师学习，力争出人头地，而且他到了一定年纪之后就会明白什么是比金钱更加重要的财富。这个财富正是这本书投资理财的第五步。别急，我们一步一步来。

第三步，做规划。

我们出门要看地图，确定出门的大概路线。我们的事业也要先定个规划，确定好目标，选择好路径。做投资理财也一样，首先你要定出你的财务目标，说得直白一点，目标就是你要实现财务自由梦想需要多少钱，以及运用你现在的投资理财手段，积累到实现财务自由梦想的足够数量的金钱，需要多少时间，包括需要存多少年，投资多少年。实现财务自由梦想，和养孩子、种树一样，需要时间。一夜暴富，跟快速养大的小鸡一样不可靠，和速生林木一样不结实。这一章是我特别喜欢的一章。记住，弄清楚就是知道具体数字是多少，弄清楚了才会有力量。举一个生活中的例子，我看见很多年轻人一玩手机就是几个小时，很多老年人一看电视就是几个小时，可是这些人，不管老少，到了十字路口为了赶绿灯都会飞奔，只为了节省那几秒或者几十秒。是这些人非常珍惜时间吗？可是他们平时浪费的时间数百倍于等红灯的时间。唯一的区别是，平时看电视、看电脑、看手机时，没有像红绿信号灯这样清楚、巨大的数字显示器。我们都有自己的梦想，但都只停留在梦想阶段，我们没有仔细计算过，实现这样的梦想需要花多少钱。这本书把财务梦想分成五级：财务安全、财务活力、财务独立、财务自由、绝对财务自由。我们都向往美好的生活，但是很多人只是想生活美好，并没有算过它需要你花多少钱、需要你有多高的收入、需要你的投资理财有多高的年收益率。这本书为你提供了五级财务梦想的计算表格，也提供了具体案例，你可以照着算一算。从此你的梦想就不再只是梦想了，你开始了梦想转化为现实的第一步。作者考虑得非常周到，很多年轻的朋友照着一算发现，要实现自己的梦想，按照自己目前的收入水平、收入储蓄比例、投资理财收益增长率，需要的时间为好几十年，这样的梦想太遥远了，可能让你有些灰心丧气，但别放弃！作者给你支了五招，它们可以大大加快你的财富积累速度，让你提前几年甚至几十年实现你的财务梦想。加速财富积累的这五招是，存钱更多，收入更高，税费更少，赚的更多，一举多得。

第四步，做配置。

资产配置，听起来很专业，其实相当于衣服搭配好会更美，食物搭配好会更有利于健康，不同的基金或者股票债券等按不同的比例搭配在一起，会让你更赚钱，而且风险更低。

我在证券投资行业干了20多年，这个行业只关注两件事：一个是选股，一个是选时。不信你听一听那些专业投资者和业余投资者的问题，这些问题只有两类：一类是买什么，一类是何时买。时间长了，我才慢慢地明白，慢慢地接受这个事实，选股很重要，选时很重要，但是选股和选时加起来，也没有资产配置的1/10重要。我研究巴菲特有十多年，我现在特别喜欢他的那句名言：未来唯一确定的事是不确定。我们都称巴菲特是股神，

巴菲特却从来不这样看自己，巴菲特在他致股东的信中一次又一次地说，我的工作是配置。不同的大师，对投资有完全不同的观点，但是所有的大师都认可一点，那就是资产配置是决定投资长期业绩的最重要因素。如果说专业投资者对选股和选时还有一定能力和经验的话，业余投资者在选股和选时上则完全处于劣势。业余投资者要和专业投资者在同一个市场上竞争，只能靠资产配置，所以业余投资者必须更加重视资产配置。

但是资产配置是投资行业最专业的东西，学校的教授讲起它来都会非常复杂，投资教科书上也都是复杂的模型和公式，专业机构里的专业投资者搞的模型和公式比教科书上的更加复杂，业余投资者要搞懂这些资产配置模型，至少要上金融投资的研究生课程。所以给业余投资者讲资产配置，是投资理财类图书最大的挑战。资产配置非常重要，不能不讲，但它非常复杂，很难讲明白。这本书是我看到的讲资产配置最简单、最明白的一本书。中国有个成语是狡兔三窟，托尼·罗宾斯也讲了三大水桶（中国人将水比作财，所以我特意翻译成水桶）。

第一个水桶是安全/安心水桶。这个水桶求稳，只做固定收益投资，本金安全，收益固定，投资的目的不是进攻，而是防守。

第二个水桶是风险/成长水桶。这个水桶求进，可以做股票投资、房地产投资等，投资的目标是追求更高的收益增长。但是收益高，风险也高，所以托尼·罗宾斯特意把风险放在成长前面，称其为风险/成长水桶。

只求稳，太无聊，而且会让你永远没有机会实现梦想。只求进，太激进，可能会让你赔个精光，连基本的生活也维持不了。所以最关键的是要平衡配置，稳中求进，攻守兼备。具体的配置比例因人而异，而且随着你个人的情况变化而发展，因此你也要与时俱进，及时调整，但是最关键的一点是，你一定要把钱分到两个水桶里，既要安全，又要成长。

与其他投资教科书最大的不同是，托尼·罗宾斯还提出，你要配置一小部分钱到你的梦想水桶，要从现在开始，不要等以后钱多了才去追求梦想，拿出自己能够承担的一小部分钱追逐梦想，而且一旦有笔意外之财，你可以把它放到梦想水桶中。对于那些在大牛市舍不得卖出，结果错过了机会的投资者，这是个好主意。

那么你在做好了资产配置，确定了要买入的投资理财产品，比如股票、基金后，究竟什么时候买入最合适？这是个有巨大争议的话题，因为未来永远是不确定的，所以永远没有确定的答案。

什么样的组合长期来看既很稳定又很赚钱？其实答案就在第五部分前两章。我个人觉得这两章应该归入第四部分，就是瑞·达利欧推荐的稳健投资

组合，这是托尼·罗宾斯的这本书的第一大卖点。前面讲的投资理财方法，普通投资者都能用。但普通人不知道，那些有钱人，住的和你不一样，吃的、穿的和你不一样，而且有钱人买的投资理财产品和你也不一样。那些高端投资理财产品，普通投资者从来没有见过，甚至从来没有听说过。达利欧做的是私募基金，投资业绩很显著，投资门槛也很高——只有资产达到50亿美元的投资者才能进来，而且一次至少要买1亿美元的基金。在托尼·罗宾斯的一再劝说下，达利欧终于答应为普通投资者推出他的资产配置普及版。这就和一个中医大师公布了他一生钻研出来的秘方一样，此举让无数人大受裨益。

你做了良好的资产配置，你的资产增值了很大一笔，这是不是可以说你很有钱了，你完全实现财务梦想了？错。资产不是钱，不信，你看看你账上的股票，你再过几年卖出后，你未必能获得现在的价值。再看看你的房子，按照市场价格计算出的它们的价值没有意义，你只有卖出去了，拿到了钱，你才能花。所以，那些有钱人最明白，资产不是钱，真正每月稳稳赚到手的收入才是钱，才是你真正可以花的钱。如何把你的资产转化成可以花的稳定收入？请看第五步。

第五步，稳收入。

我非常喜欢本书第28章所讲的故事，仅攀上山峰不是登山英雄，既上的了山又下的来的，才是登山英雄。你光挣的多还不行，你还要把这些资产转化成未来长期稳定的收入才行。最稳健的投资就是保险。

这本书第28章推荐大家购买一款保险产品——年金，你可以每月得到稳定的收入，而且不管你活多久，只要你活着，就保证能够得到一份稳定的收入。

这本书第29章推荐你购买现代新型年金，这些年金的收益和股票指数涨幅挂钩，你的本金绝对安全，指数涨了你能分享一部分甚至全部上行收益，指数跌了你一分钱也不会亏，你只有上行收益却没有下行风险。原来这种固定指数年金只有有钱人才能买，现在经过托尼·罗宾斯的努力，普通投资者也能购买。

走到第五步，我们已经存了钱，看破了投资理财营销广告的谎言，自己制订好了投资规划，算出了实现财务梦想需要多少钱，知道了用什么方法存钱和投资，明白了需要多少年才能实现梦想，做了合理的资产配置，并且购买了年金保险产品，把资产转化为未来稳定的收入。有了这样高的退休收入，就足够支撑我们梦想的生活方式，从此我们再也不用为钱工作了，我们财务自由了，我们人生自由了，我们心灵自由了。如果你还不满足，还想在投资理财上更上一层楼，在投资游戏上达到更高的水平，你还需要

走第六步。

第六步，学大师。

这本书的作者在第1章中提到，为了写作这本书，他采访了50位顶尖投资理财大师，我起初不相信，他是搞励志演讲培训的，是一个投资圈外人，即使是投资圈里人，要见到这么多大师，可能一辈子都无法实现。我真没有想到，托尼·罗宾斯做到了，而且还和这些大师谈得非常深入。比如他采访的约翰·博格，巴菲特称他为自己的英雄偶像，是为美国投资者贡献最大的人。博格原来以为罗宾斯来采访他，不过是和一个外行随便聊聊，结果他们竟然聊了三四个小时，而且聊得非常投入，这完全出乎他的意料。我看了托尼·罗宾斯书中精选出来的12位投资大师的采访记录，非常震惊，这些人，他能采访到就非常不容易了，能谈到这样深的程度，就更加不容易了。能把大师的知识融会贯通，总结提炼出简单7步投资法，让普通投资者即学即用，这是非常大的功德。只看大师的阵容名单，就会让你震惊：投资大师巴菲特、全球第一大对冲基金掌门人瑞·达利欧、全球最大指数基金公司先锋集团创始人约翰·博格、全球最大袭击并购投资人卡尔·伊坎、美国最大证券经纪公司嘉信理财创始人查尔斯·施瓦布，还有20世纪最伟大的投资人约翰·邓普顿爵士等。大师们的观点并不完全相同，但他们的基本原则是相同的。我们可以先从简单易行的投资方法学起，在有了一定的经验积累和财富积累后，再根据个人的特点，更多地模仿最适合自己的一两位大师。

好了，我们终于来到简单7步投资法的最后一步了，我们马上要揭开财富的最大秘密。

第七步，大财富。

前面六步，其实讲的是小财，不是大财。最后第七步告诉我们真正的大财富在哪里。

对于整个人类来说，最大的财富不在过去而在未来。巴菲特说现在和过去不同了，现在是科技的时代。全球股票市值最高的五大公司全部是科技公司，这五大公司的市值占美国5000家上市公司市值总和的1/10，而几十年前，市值最高的前五大公司都是银行和制造企业。对于我们每个人来说，最大的财富不是金钱，而是激情，感受到生命的激情，才是最大的财富。你活着不是为了钱，而是要用钱活得更好更幸福。这个主题是托尼·罗宾斯的特长，他研究了30多年，总结出做好三大决策关系到你人生的最大幸福。第一，关注什么。你关注的是你得到的还是你失去的，你能控制的还是你不能控制的。第二，有什么意义。意义就等于情绪，情绪就等于生命。有意义你才有激情，有激情才是真正的生命。第三，要做什么。关注

带来意义，意义带来激情，激情激发状态，状态激发行动——持续的行动，行动最终带来改变，从此改变你的人生。

那么财富最终的秘密是什么？它是给予。我们讲的都是如何得到，但是能给你带来最大幸福的不是得到，不是得到更多，不是得到更好，而是给予。托尼·罗宾斯告诉我们，给不认识的陌生人餐食，我们的快乐程度还要再高出10倍。给予你不认识的陌生人，给你带来的幸福感最大。这被很多权威的心理学实验证实。托尼·罗宾斯说的最多的是他的个人经历。他儿时家徒四壁，一家人饿肚子，感恩节（相当于中国的春节）那一天，他推开门发现一篮子食物，是陌生人送来的，没有留下姓名。托尼·罗宾斯深受感动。后来他开始效仿这位好心的陌生人，给不认识的挨饿家庭提供餐食。从一年2家，到4家，再到8家，到现在他成立的基金会每年能够捐助5000万份餐食。我们都想得到最多的钱，最多的财富，可是我们没有想到，最大的财富不是得到而是给予，最大的财富不是过去而是未来，最大的财富不是物质而是激情。

无论是打球、跑步，还是写作、演讲，哪一项能力不是经历长时间练习才能培养出来的。这本书就是一本详细的理财训练手册，厚是必须的，因为行动需要详细具体的指导，需要重复练习来巩固提高。托尼·罗宾斯这个投资圈外人把投资理财讲得非常简单易行，让你愿意听、愿意学、愿意做。我真心推荐给你，我的朋友，这本书给你增加的财富不可估量。

活着只是为了钱，这没有意义，但是用钱来追求你的自由和梦想，这非常有意义。你做投资理财，不是为了钱，而是为了自己、为了家人、为了你要帮助的陌生人，你帮助他们生存、获得温饱、感到幸福、追求自由。

刘建位

2018年1月17日，于上海

# 推荐序2

2018年元旦刚过，中信出版社的编辑希望我给这本书写中文版推荐序的时候，我是硬着头皮开始读这本书的。要知道，开始读一本700多页电子版的书稿并不是一件能够给人带来快乐和愉悦的事情。但当我仅读了一小部分内容之后，我就十分肯定这是一本好书，一本蕴含着财富智慧，值得认真品味的好书。当我认认真真地读完全书后，我兴奋地告诉我妻子：“感谢缘分，感谢中信出版社，让我在50岁时就读到了这本书，而不是更晚。”

事实上，作为一个有20多年投资实战经验、十几年投资学和金融学基础理论研究、讲授了十几年《财富管理》和《投资的逻辑》的大学教授，这本书真正打动我的不是知识，而是关于财富的智慧和情怀。对于许多中国投资者而言，投资的失败和事与愿违，给他们带去的更多的是痛苦和迷茫。投资者没有能够像期望的那样满载而归，成功总是与自己失之交臂，而失败却总是如影随形。大多数人的问题在于，他们其实并不清楚投资背后的科学逻辑。这个世界其实是有效率的，所有的结果都是必然的，只有过程是偶然的。成功也罢，财富也罢，是上帝量了我们的脚给我们做的一双鞋，永远不要责怪鞋小，只需要问一问我们的脚够不够大。是时候认真想一想：当你投资成功的时候，你是否清楚成功来自运气还是实力？这个实力究竟是什么？当你投资失败的时候，失败究竟来自概率还是实力不济？投资的逻辑究竟是什么？正如巴菲特所说的：“风险来自你不知道自己正在做什么。”

《钱：7步创造终身收入》是一本写给普通大众的管理财富和人生的书。作者采用循循善诱和深入浅出的方式讲述许多投资大师关于财富管理的智慧。这本书在讲述财富管理的知识和智慧的过程中，并不是采用大多数中国读者习惯的简单、直接的阐述方式，而是剥茧抽丝、娓娓道来地讲述一个又一个故事，让读者在潜移默化中理解其中的逻辑。认真读进去，你会豁然开朗，如润物细无声般地收获知识和智慧。这也正是今天中国市场和投资者最应该学习和参悟的。

必须强调的是，这本书的内容以美国市场为背景，但它可以给中国投资者非常多的启示和智慧。人生仿佛在森林中行走，当你要走进森林的时候，你最应该知道森林中究竟有什么，但显然你不知道。有一天你要离开森林了，你清楚了森林中所有的选择，但你已不再拥有选择的权利，这就是人生。而我们有一种智慧叫作“后发优势”，它告诉我们：通常我们并不是唯一走进森林的人，通常我们也不是第一个走进森林的人，因此我们可以在

出发前看看别人走过森林的路线，一探究竟。中国作为一个新兴市场国家，西方国家已经发生和正在发生的也许就是明天我们将要面对的。这本书刚好给了我们一个了解“森林”的机会，因为关于财富的逻辑和智慧始终都是一脉相承、融会贯通的。

托尼·罗宾斯在书中仔细讲解了我们梦想的代价，分析了实现我们的梦想究竟需要10亿美元，还是1000万美元，这两者之间差了整整100倍，对于我们有限的生命而言，100倍并不是一个小差别。事实上，大多数人高估了自己1年内能做成的事情，但是他们也严重低估了自己在未来10年或者20年内能够做成的事情。对于大多数人而言，实现我们心中的梦想其实只需要1000万美元，而不是10亿美元，这并不是一个无法企及的目标，只是我们很多时候并不清楚自己的目标价值。或者换个角度讲，我们距离人生的梦想并不遥远，重点是要尽早明白我们的梦想究竟价值几何，以及如何能够准确地寻找到通向梦想的路径。这样的分析会让我们更加轻松地鼓足勇气，尽早开启我们的财富管理之旅。

这本书真的不仅在说钱的事，而且告诉我们如何创造出你想要的人生。显然，我们生命中的一个最重要的命题，是要决定让金钱在你的人生中扮演什么样的角色。托尼·罗宾斯解释了财富与人之间的关系，介绍了全天候投资策略，讲述了风险—收益不对称的“聪明钱”，其中满载着知识、逻辑和智慧。作者关于风险—收益不对称“聪明钱”的介绍给我的印象最为深刻。书中愤怒地驳斥了那种高风险高收益的说法，认为正确的投资方法应该是寻找风险—收益的不对称机会。保罗·都铎·琼斯最伟大的成就之一就是，知道自己可能会失误，也可能会成功，因此他采用风险—收益不对称来指导自己的投资决策。他总是基于5：1公式进行投资选择，即他所选择的投资机会一定是：你如果承担的风险可能是损失1美元，那么你可能的收益机会必须是至少能够赚到5美元。

托尼·罗宾斯通过对50位当代最伟大投资大师的访谈，讲解了传奇大师们投资方式的4个共同点：不要亏钱；冒小风险赚大钱；预测与分散；永不停歇。大师们充满智慧的分享，会使你更加明确管理财富本身其实是一场美妙的人生旅行，而大多数人只不过是在浑浑噩噩中走完了这场每一个人都必须要经历的旅程。托尼·罗宾斯能够抓住大师们思想的精华并进行简化，以便让更多的人一听就懂。因为托尼·罗宾斯的激情不是授人以鱼，而是授人以渔，赋予投资大众真正有效的投资理财能力，因此他才能够把这些跟大师的对话从理论转化成实践，让每个人都能用它们来改善自己的财务状况，实现自己的人生梦想。

能够给一本承载了满满财富智慧的好书写中文版推荐序是我的荣幸，刘建位老师辛苦地将一本真正有价值的好书翻译成中文是中国投资者的幸运，中信出版社愿意将如此好的一本书介绍给中国读者是一种缘分。缘分、幸

运与荣幸交织在一起，开启了我们如清风拂过般美妙的财富人生旅程，就让我们从用心阅读一本好书开始吧！

丁志国 博士

吉林大学商学院金融学教授、博士生导师

# 推荐序3

我以前是一名律师，我的工作是跟华尔街那些证券公司打交道，这项工作做过好多年，可以说，我碰到过不少坏人，有说谎的，有骗钱的，有演技高超搞诈骗的。我工作接触到的法律行业和金融行业里的很多人都是专业玩弄花招、骗人的家伙，证券市场就像个巨大的舞台，我很快就学会区分台上的演员哪些是好人、哪些是坏人。

我在金融行业和法律行业见的骗子太多了，再加上我这个人天生是个怀疑派，所以托尼·罗宾斯找我，要和我创办的高塔财务顾问公司合作的时候，我很好奇，但是也很怀疑。关于个人投资理财，都讲了100多年了，还有什么新东西好讲呢？即使有，托尼·罗宾斯这个外行有什么资格讲呢？

当然，我也知道托尼·罗宾斯名气很大，人称美国排名第一的人生和企业咨询大师。我也听说，很多名人和企业巨头都聘请他做指导和培训，甚至美国总统，身家几十亿、上百亿的投资家和企业家，经过他的指导，个人生活和事业发展都得到了显著发展。

但是直到我们两个人见面，我才知道托尼·罗宾斯是个真正了不起的人。很多名人是盛名之下，其实难副，这个人却是实至名归，托尼非常正直可靠，他的激情很有感染力。不像大多数人那样只是坐在那里大骂金融行业充满罪恶，托尼·罗宾斯搞个人投资理财计划，目标是实现投资理财服务人人平等，把原来只有最有钱的人才能享受到的投资策略和投资产品，让普通人都能享受到。

托尼·罗宾斯和我一拍即合，因为我们有一个共同的使命，就是帮助人们做出更好的、更明智的投资理财决策。这是我们高塔财务顾问公司的业务核心，也是驱动我个人发展的最大动力。2008年的金融危机揭开了金融体系的内幕，金融行业天生存在利益冲突和不平等现象，如果有人能够想出来符合现实又实际可行的解决方案，那它将会切切实实地对个人和家庭产生很大作用。

为什么？因为金融体系存在内在的利益冲突。那些世界上规模最大的金融机构的设立目的是给它们自己赚钱，而不是给客户赚钱。投资者也许天真地认为自己付钱给金融机构，就能购买到高质量的、没有偏见的投资建议。其实，在大多数情况下，客户付钱给金融机构是为了购买一种特权，能够得到一些只提供给一小部分“合格投资者”的服务和产品，而销售这些服务和产品常常与提高金融机构本身的盈利相冲突。

为了解决这些问题，我们创立了高塔财务顾问公司，托尼·罗宾斯为了写这本书来找我，就是因为这个原因。高塔财务顾问公司只提供投资建议，并建立了一个服务平台，整合先进的技术、产品、解决方案，满足投资顾问和投资者的需要。我们不参与那些有害的活动，以免在各大银行之间造成利益冲突。我们把美国国内最好的投资理财顾问聚集到一个平台上。简单而言，我们创造了一个更好的经营模式，为客户提供透明的投资理财建议。

托尼·罗宾斯用激情把最诚实又最实用的财务解决方案，精心组织成简单的操作步骤，传递给投资大众。不要小看这些操作，有些甚至是金融投资行业的"秘密"。托尼·罗宾斯明白，只给个人投资者知识不行，必须还要给他们一个通向财务安全未来的清晰路线图。

这本书里提供的投资理财之道，来头可不小，都来自金融投资界的"最强大脑"。能把这么多最强大脑的思想和策略聚集到一起，绝对前所未有。我不知道世界上除了托尼·罗宾斯外，谁还能够搞出这么一个顶级投资理财大师的盛会。只有托尼·罗宾斯——他有非常广的人脉、感染力超强的热情和坚持不懈的激情——才能够说服金融投资行业里这些牛人中的超级牛人，大腕儿里的超级大腕儿，来分享自己一生中的投资真知和经验。

跟我一样，这些牛人相信托尼·罗宾斯能够抓住他们思想的精华，再进行简化，好让更多的人一听就懂。因为托尼·罗宾斯的激情不是授之以鱼，而是授之以渔，赋予投资大众真正有效的投资理财能力，他才能够把跟大师的这些对话从理论转化成现实，方法是提供给投资大众一些实用的工具，即一些合适的金融产品和服务，让每个人都能用它们来改善自己的财务状况。

托尼·罗宾斯向我发出挑战，问我能不能找到办法，把那些我们原来只是提供给有钱人的解决方案，让投资大众也能够得到，也能够用到。我可以很骄傲地说，我们开发出来的一系列的投资理财服务和产品，将会对千百万人的财务人生产生积极的作用，这让我感到非常激动。

真心听从自己的使命召唤，托尼·罗宾斯写了这本书，让投资大众具有更好的投资理财能力。与此同时，他用这本书来做慈善、公益活动，用这本书的收益和影响力来召唤更多人去帮助那些人生发展出了问题而偏离正轨的人，以及那些被社会远远地抛在后面的人。现在，每三个美国人中就有两个人担心自己可能没有足够的钱来养老，老了还得为了生活开支继续工作，还有200万人拿不到政府以前发的食品券，现在这项食品补贴被取消了。这些人里面有很多人根本不知道他们明天的早餐在哪里，明天的晚餐在哪里。

托尼·罗宾斯站出来了，他想要帮助社会解决这个由食物短缺造成的巨大饥饿问题。他毫不隐瞒，公开说出自己小时候的亲身经历，没有房子住，没有饭吃，天天忍饥挨饿。正是因为自己有过这样的亲身经历，托尼·罗宾斯才会投入大量金钱、时间和精力，去改善那些被社会遗忘的人的生活。托尼·罗宾斯个人承诺每年要给5000万人提供餐食，他也在努力工作，争取把这个目标翻番，即给1亿人提供餐食，办法是通过第二年及以后的匹配捐赠。也就是说，托尼·罗宾斯捐赠一份，其他人或者公司也匹配捐赠一份。

托尼·罗宾斯和这本书的出版商西蒙–舒斯特公司合作，捐赠了他最畅销的人生指南书《潜能的力量》给那些需要的人，帮助他们走上一条新的赋予自己更强大能力的人生之路。托尼·罗宾斯的目标不只是给人们的身体提供物质食粮，还要给人们的头脑提供精神食粮。

能够和托尼·罗宾斯合作，一起来实践这个伟大的计划，我非常荣幸，非常感激，并殷切期待着。我们能够一起努力实现这种社会转变。各位读者，我为你感到激动。你们很快就会遇到一股“原力”，托尼·罗宾斯带你发现这股“原力”，和你一起开启一段旅程，它真的会改变你的人生！

埃里奥特·魏斯布卢特

高塔财务顾问公司创始人兼首席执行官

# 推荐序4

我第一次知道托尼·罗宾斯是25年前，通过磁带。有一天半夜，我看了一个专题电视节目之后，一下子就被他打动了，马上买了托尼·罗宾斯的一套《驱动力》课程的磁带。我每天上下班路上都在听他的课程。那个时候我在甲骨文公司工作，从我位于旧金山的居所到红树木海岸边的办公地点，路上要花一个小时，我就利用这一个小时来听他的课。托尼·罗宾斯讲得实在太好了，他深深地打动了我。有一个周末，我专门待在家里，什么事情也没有做，周末两天又重新听了一遍他的这套课程。我很快就明白了，托尼·罗宾斯是个真正了不起的人物，他的这些看法想法做法和我以前的经验完全不同。托尼·罗宾斯完全改变了我。

那时我才25岁，是甲骨文这个大型软件公司最年轻的副总裁，我非常成功，至少我自己是这么感觉的。我一年能挣100多万美元，开着一辆最新款的法拉利。的确，我觉得成功人士该有的东西我都有了：豪华的房子，高档跑车，五彩缤纷的社交生活。不过，我也知道我很想得到某种东西，但我就是不知道我想得到的东西是什么。听了托尼·罗宾斯的课程，我意识到我现在在哪里，我究竟想要去哪里，我希望我的人生有何种深刻的意义。不久之后，我就去参加了托尼·罗宾斯在周末组织的高强度训练营“释放你内在的力量”。正是在这个训练营里，我重新提炼了我的人生愿景，下定决心开启一个全新层次上的巨大行动。有了这样的愿景和目标，我更深入地阅读和理解托尼·罗宾斯的书籍和课程，以全力开始一段新的人生旅程——创建Salesforce.com网络公司，并把这家公司做得更强更大。

我用托尼·罗宾斯的智慧和战略，打造出了一个令人震惊的工具，它叫作“V2MOM成功五问”。V2MOM分别代表愿景（vision）、价值（values）、方法（methods）、障碍（obstacles）、衡量指标（measurement）。我用V2MOM成功五问让我的工作，甚至我的人生专注于我真正想要得到的东西。V2MOM成功五问代表了托尼·罗宾斯提出的五大问题：

第一，我真正想要的是什么呢？这就是愿景（vision）。

第二，这个目标有什么重要意义呢？这就是价值（values）。

第三，我如何实现这个目标呢？这就是方法（methods）。

第四，是什么阻碍我不能实现这个目标呢？这就是障碍（obstacles）。

第五，我怎么知道自己成功实现了目标呢？这就是衡量指标（measurement）。

托尼·罗宾斯对我说，我的问题质量就代表我的人生质量。我很快开始把我的人生、家庭、工作模式化，每一次都要问这五个问题，并把我的回答录下来。后来发生的事让我震惊。

1999年3月8日，Salesforce.com公司成立的第一天，我写下了第一个V2MOM成功五问，现在我们有15000名员工，公司要求每个人都要做这件事。人人成功五问，事事成功五问，就创造出目标一致、认识一致、沟通一致，而这个成功五问就基于托尼·罗宾斯过去20年教给我的那些东西。托尼·罗宾斯说过，重复是技能之母，重复是精通之父，所以我们不断书写、不断改进我们的成功五问。正是基于这样一个重要原因，我们连续4年在《福布斯》“世界最有创新力企业榜”上排名第一，《财富》杂志“世界最受尊敬软件企业榜”上排名第一，2014年“美国最适合工作企业排行榜”上排名第七。现在我们每年有50亿美元的收入，而且还在持续增长。

我可以负责任地说，如果没有托尼·罗宾斯，就没有我们现在的Salesforce.com公司。

25年前，托尼·罗宾斯的音频课程《驱动力》改变了我的人生，促使我创办了Salesforce.com公司，并且越做越强大，我们可以想象他的课程力量有多么强大。你面前的这本书，由托尼·罗宾斯精心总结提炼多位投资大师的智慧，并总结为通向财务自由之路的简单7步法，也会有相同的潜力，它能够改变你的财务人生，就像当年托尼·罗宾斯的课程改变我的人生一样。你读了这本书，托尼·罗宾斯的智慧（还有金融投资行业50位最强大脑的投资智慧）就会注入你的大脑、你的人生，传授给你所需要的思维和工具，让你的人生更加美好。你读了这本书，就会精通投资理财这个金钱游戏。我敢肯定，你会把书里所说的东西结合你的实际运用到你自己的生活里，创造出你自己独有的方法，在投资理财上大获成功，从此获得财务自由。

托尼·罗宾斯告诉我这本书的名字，我一听就说：“托尼·罗宾斯，你说的不是钱的事情！你说的是人生的事情！你是在帮助人们创造高品质的美好生活！”

我读了这本书后，很快就发现，这本书真的不仅在说钱的事，而且告诉你如何创造出你想要的人生，而你人生的其中一个部分就是要决定让金钱在你的人生里扮演什么样的角色。钱并非万能的，但没有钱万万不能。我们这辈子谁也不能没有钱，但是你要记住，你要掌控钱，而不是让钱掌控你。然后你就自由了，解脱了，能按照自己想要的方式过自己想过的生活了。

我最亲近的一位导师是科林·鲍威尔将军，他是美国国防部前任部长、美军参谋长联席会议主席。谈到钱时，他这样说："去看看哪些事是你热爱的，哪些事是你擅长的。找到你热爱做又擅长做的那件事，全力以赴，这会给你的人生带来很大满足感。也许是钱，也许不是；也许是名，也许不是。但是不管有没有名和利，这件事肯定能给你带来很大的满足感。"鲍威尔将军和托尼·罗宾斯说的其实是一回事。找到你真正的人生目标，每一天你做的事都要跟你的人生目标保持一致，这就能给你的人生带来真正的快乐。

鲍威尔将军也督促我好好考虑，在我追求创建一个会改变世界的软件公司的过程中，金钱会扮演什么角色。他告诉我，企业的业务不仅是创造利润，还要多做好事。也就是说，业务上把事做好，同时还要多做好事。托尼·罗宾斯专注于奉献社会，甚至是在25年前，他还没有什么经济能力时就开始奉献社会了。这给我留下了深刻印象，也影响了我的想法。我创办Salesforce.com公司，目标是做好以下三件事：一是为企业创造一个新的计算模式，现在称之为"云计算"；二是为软件企业创造一个基于订阅的业务模式；三是创造一个新的慈善模式，把一个企业的成功和回馈社会的能力紧密整合到一起。

结果，经过过去15年的努力，Salesforce.com公司现在完全改变了软件行业，我们的市场份额超过350亿美元。不过，我做得最好的决策就是拿出3个"1%"——我们公司股权的1%，我们公司利润的1%，我们员工工作时间的1%，注入我们公司创立的慈善事业，即Salesforce.com慈善基金。过去15年里，Salesforce.com慈善基金累计捐赠6000万美元给全球多家非营利组织，超过2万个非营利组织免费使用我们公司的软件产品。我们公司的员工在他们所居住的社区里累计投入志愿工作超过50万个小时。所有这些企业业务和慈善事业的成功，都源自托尼·罗宾斯帮助我打造出来的工具，利用这些工具，我能够清楚地知道自己真正想创造什么、给予什么、成就什么。我这一生，做好这三件事所带给我的满足和快乐比其他任何事情都要多。

正是因为这个原因，我加入了托尼·罗宾斯创办的非营利组织"消除计划"，追求实现三大慈善目标：一是每年提供餐食给1亿多人；二是每年提供没有疾病污染的清洁饮用水给300多万个家庭；三是一起努力解救孩子和成人脱离被奴役的境地。

我最亲爱的父母、我最亲密的好友、我们公司最重要的高管，我都派他们参加托尼·罗宾斯的讲座和训练营，让他们学习他的课程。培训完后，他们都一致称赞："托尼·罗宾斯真是个独一无二的人物，我们这辈子能够遇到他，真是太幸运了。"现在有了《钱》这本书，托尼·罗宾斯会给你打开一扇门，和20年前他给我打开的那扇门一模一样。我可以很自信地说，有了

托尼·罗宾斯做你的教练，你也会改变你的人生，找到适合你的人生之路，得到你真正想要得到的每一样东西！

马克·贝尼奥夫

Salesforce.com网络公司创始人兼首席执行官

# 第一部分 欢迎来到丛林：旅程从这一步开始

## 第1章 自己的钱！自己的生活！自己做主！

钱做仆人很好，钱做主人很糟。

——弗朗西斯·培根爵士

钱。

钱，这个词能激起人们非常强烈的情感，很少有力量如此强大的词语。

我们很多人甚至拒绝谈钱！我们在餐桌上很忌讳谈论宗教、性、政治，我们在餐桌上也很忌讳谈钱，在工作场合也往往被禁止谈钱。我们或许会在体面的场合谈谈“财富”，但是谈钱太直接了。谈钱这个东西，太俗，太招摇。钱涉及太多个人的东西，而且承载了太多的情感。有钱的人因为有钱感到内疚不安；没钱的人因为没钱而感到羞愧。

但钱对于人们而言到底意味着什么呢？

对于一些人来说，钱至关重要，但它并不是最重要且至高无上的。钱只是一个工具，能够产生力量，用来服务他人，创造更加美好的生活。另外一些人则过分痴迷于金钱，结果毁了自己，也毁了周围的人。有些人为了得到钱，甚至愿意放弃价值更高的东西，比如健康、时间、家庭、自我价值，甚至尊严。

从核心本质来看，钱就是力量。

我们都看到过钱拥有巨大的力量，能够创造，也能够毁灭。钱能够成就梦想，也可以挑起战争。你可以把钱当作礼物送人，也可以把钱作为武器伤人。你可以用钱表达你的精神、创意、想法，也可以用它表达你的沮丧、愤怒和仇恨。钱可以用来影响政府，也可以用来影响个人。有些人真的会为了钱而结婚——后来他们才意识到自己付出的代价有多大。

但我们都知道，在某种程度上，钱只是一种幻觉。现在的钱，早就不是黄金了，甚至连纸币也不是。它只是银行电脑里一连串的零和其他数字的组合而已。钱到底是什么？钱就像变形器，就像画布，你赋予钱什么含义和

什么情感，钱就代表什么含义和什么情感。

说到底，钱并不是我们真正想要追求的目的……难道不是吗？我们真正想要追求的是感觉，是情感。我们认为钱可以创造出这些感觉和情感：

权力感，

自由感，

安全感，

助人感——帮助我们爱的人和需要帮助的人，

选择感，

存在感。

把梦想变成现实有很多种方法，钱肯定是其中的一种。

但即使钱只是一种感觉——一种非常抽象的概念，但你如果没有足够多的钱，就感受不到这一点！有件事是可以完全肯定的：要么你用钱，要么钱用你。你要么是钱的主人，要么，至少从某种程度上说，你就是钱的奴隶。

你处理钱的方式可以反映出你对待权力的方式。钱对于你来说是苦恼的还是幸福的呢？赚钱是游戏还是负担呢？

我选择用“钱”做本书的书名时，有些人对赚钱也许只是一种游戏的说法会勃然大怒。对赚钱这样一个严肃的话题，怎么能使用“游戏”这种轻浮且没有重要意义的词语呢？但是，朋友，我们还是面对现实吧。接着读下去，你会明白，改变自己生活的最好方式就是找到那些已经成功达到和你拥有相同目标的成功人士，然后你只需要模仿他们的行为就足够了。想要掌控自己的投资理财吗？找一个投资理财方面的专家，模仿他处理金钱事务的行为方式，你就会踏上发掘金钱力量的成功之路。

现在我可以告诉你，在全世界最有钱的富豪中，我采访过很多人。其中大多数人确实认为赚钱就是一种比赛。否则，为什么会有人已经赚了几十亿美元还要每天工作10个小时甚至12个小时呢？记住，并非所有的游戏都是非常轻浮且没有重要意义的。游戏就是生活的反映。有些人坐在场边当观众；有些人在场上参加游戏比赛，全力争取胜利。你如何参与赚钱这场游戏呢？我想提醒你，赚钱这场游戏，你和你的家人都输不起。

我给你的承诺是：如果你愿意和我一起遵循本书所提出的简单7步投资法——这是我提炼世界上最成功的投资理财高手的经验所总结出来的，你和你的家人就会赢得赚钱这场游戏比赛。你能赚得盆满钵满！

但是要赢得比赛，你就必须知道游戏的比赛规则，向那些成绩好、经验多的高手学习最好的成功策略。

好消息是，你可以节省好几年的时间——只需要花上几分钟——简单地了解需要避开的陷阱和走向永久成功的捷径即可。金融行业里的人在工作中频繁使用专业术语，让人听起来感觉投资理财这件事非常复杂难懂。但实际上，只要你过了专业术语这一关，投资理财这件事相当简单。本书将给你一个翻身做主人的良机，从此让你不再是任人摆布的棋子，而成为金钱游戏中当家做主的棋手。我想你会非常惊讶地看到，自己如何从什么也不懂的外行变成很懂门道的内行，以及很容易就完全改变自己的投资理财计划，从此享受自己应得的财务自由。

让我们一起来努力吧！想象一下，你是技巧熟练、经验丰富的投资理财游戏的比赛高手，你的生活会变成什么样子呢？

如果从此以后钱对于你来说不再重要，生活又会怎么样呢？

原来你天天都要操心的事，每天早上一定要准时上班，账单来了得赶紧支付，养老金要交了。有了钱之后，你再也不用为这些事操心发愁了，你会是什么感觉呢？按自己的意愿，过自己的生活，会是什么样子呢？一旦你知道，自己有机会创立自己的企业，自己有能力给父母买套好房子，自己有财力送孩子上好大学，自己拥有财务自由和时间可以环游世界，你内心会是什么样的感觉呢？

每天早上醒来，你知道自己有足够多的钱，不但能够满足生活的基本需要，而且能实现自己的人生目标和梦想，你会如何生活呢？

事实是很多人还会继续工作，因为我们天生注定要工作。但是有了财务自由之后，我们不再为了钱而工作，而是为了人生更加快乐和生命更加充实而工作。我们的工作会继续下去，但是原来那种为了赚到更多钱的残酷竞争会终止。我们工作是因为我们愿意工作，而不是因为我们必须工作。

这就是财务自由。

这是白日梦吗？对于普通人来说，更重要的是对于你自己来说，这个梦想真的能变成现实吗？

不管你是想赚很多钱，过上令人艳羡的富裕生活，还是只想赚的钱够花就

行，事实上，你总可以找到办法赚到足以满足你个人需要的钱。我们该怎么做呢？获得足够多财富的秘诀很简单：找到一条路，让自己能为他人做得更多，比其他人做得都多。让自己变得更有价值。做得更多，给予更多，承担更多，服务更多，你总有机会赚得更多，不管你是在得克萨斯州的奥斯汀拥有最好的快餐车，还是成为公司里的顶尖销售人员，甚至是成为像照片分享应用软件Instagram公司的创始人一样的人物。

但本书要讲的不仅仅是增加价值，实际上本书要讲的是如何实现个人成长，从你现在的低水平成长到你非常想要达到的高水平，无论是财务安全，财务独立，还是财务自由。本书讲的是如何开发一种基本的生活技能，即投资理财能力，以赚到更多的钱，提高你的生活质量，而绝大多数美国人从来没有培养过自己的投资理财技能。事实上，77%的美国人，也就是4个美国人里就有3个人承认自己为钱发愁，但只有40%的人揣摩过开支计划或投资计划。美国婴儿潮一代出生的人（1946—1964年出生），3个人里就有1个人存款不足1000美元。民意调查显示，美国民众信任金融体系的比例低于25%——理由非常充分！持有股票的人数跌到历史低位，在年轻人当中尤其如此。但是，事实上，并不是收入高、赚的多就能实现财务自由。本书后面会讲到，即便收入高达数百万美元的人，如电影《教父》的导演弗朗西斯·福特·科波拉、拳击明星迈克·泰森、演员金·贝辛格，后来也失去了财务自由，因为他们没有运用本书所讲的投资理财的基本原则。你一定要努力为家人保住你赚到的钱，但是更重要的是，你还要让自己赚到的钱能够生钱——你在睡觉的时候也照样赚钱。你必须转变自己，从经济上的财富消费者变成财富所有者。为此你必须成为投资者。

实际上，我们很多人已经是投资者了。你第一次进入投资理财这场游戏比赛，也许是你奶奶为了庆祝你的出生给你买了一些她最喜欢的股票，也许是你的老板自动把你加入公司的401（k）养老金计划，进而开始购买股票基金，也许是朋友告诉你要放下电子书阅读器Kindle去买其生产商亚马逊（Amazon）的股票，从而使你第一次成为股票投资者。

只是这样做就够了吗？你能读到这里，我猜你肯定知道答案是根本不可能。我不用提醒你，现在完全不是你父母和祖父母的投资世界了。过去的人生投资理财计划非常简单：上大学，找工作，努力工作，再跳到更大的公司得到更好的工作岗位；从此以后，投资理财的关键是找到办法为公司增加更多的价值，让自己的职位不断往上爬，投资购买自己公司的股票，拿到一大笔养老金光荣退休。还记得养老金吗？养老金还能保证给你带来持续的收入，永远不会终止吗？这套人生投资理财模式已经落伍了。

我们都知道，时代变了，世界变了。我们的寿命更长，钱却更少了。各种新技术不断涌现，让金融体系更加完善，但设计这个金融体系的目的好像不是帮助我们让自己手里的钱增值更多，而是让我们手里的钱变得更少，

跑到别人腰包里的钱更多。当我写下这些文字的时候，美国的存款利率接近0%，而美国股市像漂在大海上的软木瓶塞一样大起大落。与此同时，我们面临的金融体系给你的选择多到无限大，复杂到你的大脑简直难以想象。如今，美国股市上公募基金[1]的数量超过10000种，ETF（交易所交易基金）数量有1400个，还有其他几百个全球各地的股票交易所可供选择。我们似乎每天都淹没在越来越复杂的投资“工具”中，由首字母缩写而成的简称多得让我们眼花缭乱：CDOs（债务抵押债券），REITs（房地产投资信托基金），MBSs（抵押贷款支持债券）……

我们到底该怎么办呢？

HFT怎么样？这是“高频交易”（high-frequency trading）的简称。在证券市场每天几千万次的交易中，50%~70%是用高速电脑完成的。这对你有什么意义呢？只需半秒钟，大约500毫秒，点击一下鼠标，你就能完成电子交易报单。同样是在短短半秒的时间里，你只买卖一次的股票，使用超级计算机的那些大机构就能买进卖出这只股票好几百次，而且每笔交易都能获得微小的盈利。迈克尔·刘易斯写了一本畅销书《高频交易员》（*Flash Boys: A Wall Street Revolt*），揭露了高频交易的很多内幕。刘易斯在美国电视访谈节目《60分钟》上说：“美国股票市场，这个全球市场经济体系最有代表性的市场，现在却被联手操纵……操纵者是证券交易所、华尔街大型银行和高频交易员……他们可以预先判断出你想买微软公司的股票，然后可以在你之前抢先买入，再转手用更高的价格卖给你！”这些高频交易员的交易速度到底有多快呢？一家高频交易公司花费2.5亿美元改造芝加哥和纽约之间的光缆，让其变得更直、更短，而且重整光缆周围的地形地貌，结果让芝加哥和纽约两地之间的数据传输时间减少了1.4毫秒！但这么快还不够。有些交易完成的时间只需几微秒——1微秒等于1/1000000秒。不久，高频交易技术就能把交易完成时间缩短到纳秒，也就是1/1000000000秒。与此同时，他们正在海底铺设电缆，他们甚至要用太阳能无人机作为微波中继站，来连接纽约和伦敦的证券交易所。

如果我前面讲的这些投资新时代下的新世界的复杂情况，让你感到头昏脑涨，别担心，我会陪着你。和光速一般高频交易的机器人在证券市场上竞争，你的胜算有多大呢？在证券市场这个选择多得无法计算而且充满高科技、高风险的迷宫里，你如何找到一条成功之路顺利地走出迷宫呢？

专家就是走出家门给人提供建议的普通人。

——奥斯卡·王尔德

问题是一谈到钱（和投资），每个人都有自己的看法，每个人都有自己的

贴士，每个人都有自己的答案。但我要给你一个提醒：极少有人能真的帮到你。你注意到了人的金钱观与宗教观、政治观有多么相似吗？谈起钱，就像谈起宗教和政治一样，人会变得言辞激烈，情绪激动。尤其是上网聊天的时候，即便自己没有真才实学，也没有操作经验，你照样会极力宣扬自己的理论，激烈地批评他人的策略。其实，这就像一个心理学家患上抑郁症，自己也治不了自己，只能偷偷吃百忧解，却天天教导别人如何走出抑郁，过上幸福美满的生活。或者说这就像自己是个超级大胖子，却滔滔不绝地讲述如何减肥保持身材。我一般会把专家分为两类，一类专家是光会说不会干型，另一类专家是自己会干也会教你干型。我不知道你喜欢哪一类，但是我很厌恶那些光会说不会干的“伪专家”，滔滔不绝地告诉别人这么干效果会有多么好，但是自己在生活中干得一点儿也不好。

如果你觉得读本书又会让自己听到一个投资大师吹嘘自己，兜售自己，发疯一样地承诺跟着我做肯定大赚，我想你找错地方了。那种事情，还是留给那些金融行业里的表演大师去做吧。这些金融行业里的表演大师会高喊快去买哪个热门股，诱导你攒一笔钱去投资那些神话般的公募基金。你知道的，他们承诺，你投入的钱将会以每年12%的复利收益率持续增长。这些所谓的投资理财专家随随便便提出的建议根本不现实，而且他们自己都不投资自己推销的产品。其中有些投资理财专家也许认为自己是在真心实意地帮助别人，但是你知道很多人真心实意地帮忙，反而是真心实意地帮了倒忙。

我想让你知道，我并不是一个“积极思考者”，用错误的世界观来激励你、推动你。我相信的不是激情，而是头脑。你要看到事物的真实面目，但不能过度乐观，同时也不能过度悲观。因为这样的世界观只会让你找到什么也不做的借口。你可能在电视上看到过我，就是“那个微笑着露出大牙的家伙”，但我在这里要告诉你的并不是做一堆自我肯定来提高自信——我一直努力专注做的事情是，帮助你深入认识自我，解决实际问题，提升自己的人生以达到更高的层次。

38年来，我一直痴迷于寻找各种策略和工具来立即改变人的生活品质。我用事实证明，用别人的方法都失败了。但是同样的问题，用我的方法却成功了，效果既看得见，又摸得着，更算得清。我的课程影响力越来越大，到目前为止，100多个国家中的5000多万人购买了我的书、视频和音频课程，超过400万人参加了我的现场活动。

我从一开始就知道，成功有迹可循。成功达到最高水平的人并不只是因为幸运而已，而是因为他们有些事的做法与众不同。我感兴趣的是这样的成功者：坚持不懈地渴望学习、成长和获得成就。别误会我的意思，我不会轻易地受人哄骗。我很清楚，世界上少有人能永远身体健康。大多数人都无法做到几十年如一日地在亲密关系中持续保持热爱与激情，也无法做到

几十年如一日地持续感到感激和快乐。只有极少数人能抓住商业机会并做到极致，更少的人能够白手起家实现财务自由。

但是确实有少数人做到了！这些少数派确实拥有极好的亲密关系、极大的快乐、超级多财富和无尽的感激之情。我研究对比过少数实干者和多数空谈者。如果你要找的是障碍，做错的行为到处都是。但是，反过来也如此，你要找的是捷径，做对的行为也比比皆是。我要找的目标是卓越的成功人士。我要找的是那些打破常规不走寻常路的创新成功者，他们向我们所有人展示出一切皆有可能。我学习了解了少数特别成功的人的与众不同的做事方法，然后全力模仿他们。我从模仿实践中找出哪些方法确实有效，然后明确描述出来，简化概括出来，系统总结出来，然后利用它们去帮助其他人发展、进步、提高。

2008年，在那些黑暗的日子里，全球金融体系几乎完全崩溃。从此以后，我每天都痴迷于找到一种投资理财之道，帮助人们掌控自己的金钱，以反击现在经常受到操纵、巧取豪夺民众财富的美国金融体制。在金融危机之后，修补金融体制的工作已经持续进行了很多年，但所谓的“国会山改革”并没有实现金融体制整体的变革，美国金融体制有些方面反而变得更糟糕了。为了找到正确的投资理财之道，我采访了全球金融界最出色也最有影响力的投资理财高手。本书不会讲空话大话，也不会讲我个人的观点。你能直接听到来自投资理财大师本人的原汁原味的建议。他们是自己打拼出来的亿万富翁、诺贝尔奖得主、金融大亨。后面我们会详细介绍很多投资理财大师的观点，供大家参考学习。先简单列举几位投资理财大师：

●约翰·博格，现年85岁的“指数基金之父”，64年股市投资经验，世界上资产规模最大的公募基金公司美国先锋公司的创始人。

●瑞·达利欧，全球规模最大的对冲基金创始人，管理资产规模高达1600亿美元。

●戴维·斯文森，有史以来最伟大的机构投资者之一，只用了不到20年，就把耶鲁大学的捐赠基金从10亿美元增长到239亿美元以上。

●凯尔·巴斯，在次贷危机期间，只用2年时间，就将3000万美元投资增值到20亿美元。

●卡尔·伊坎，最近1年、5年、10年的投资业绩跑赢沃伦·巴菲特，跑赢股市，可以说跑赢所有投资人。

●玛丽·卡拉汉·厄道斯，许多人认为她是金融界最有权势的女人，她担任摩

根大通资产管理公司的首席执行官，管理资产规模超过2.5万亿美元。

●查尔斯·施瓦布，领导发起证券行业革命，让华尔街证券机构向个人投资者开放，嘉信理财公司现在管理资产规模达2.38万亿美元。

现在阅读本书，你就能与50位超级投资明星大师共聚一堂。我要引见给你的还有其他的投资大师，无论市场是涨是跌，经济是繁荣还是衰退，这些投资超级明星都是十年如一日地持续获得良好的投资业绩。我们一起来揭开他们投资成功的核心秘诀，看看如何将这些秘诀运用到我们的、哪怕是规模最小的个人投资上。

其中的关键是，本书的根基是50位世界上最成功的投资理财大师永恒的投资智慧。毕竟，所有阅读本书的投资者，没有一个人能够预测到未来宏观经济的走势。货币会是通货膨胀还是通货紧缩？股市会是牛市还是熊市？你应该知道的是，不管遇到任何市场情况，我们都能生存下来并且发展壮大。这些真正的专家会告诉你如何做到这一点。另外，他们会打开自己的实际投资组合，展示给你他们是如何通过混合搭配不同种类和数量的证券而安然渡过了一次又一次市场风暴的。他们还会回答这个问题：如果你一点金融财富也不能留给孩子，只能留给孩子一套投资法则，那么这套法则会是什么呢？这可能是投资大师最宝贵的遗产。你不用是他们的孩子，也能得到大师的真传。

领先的秘诀就是尽快开始。

——马克·吐温

准备好，因为我们即将一起开始简单7步投资法之旅，走向财务安全、财务独立、财务自由。无论你是千禧一代（1984—2000年出生的人），1946—1964年婴儿潮时代出生的、现在面临退休的老年人，是希望保持领先优势的资深投资者，本书都会为你提供一份实际的蓝图，帮你制定并实现财务目标，帮你摆脱那些自我限制的行为，避开可能阻碍你获得足够财富、实现财务自由的障碍。我们会探索关于财富的心理学，其中有些财富心理学知识，我已经研究并讲授了近40年。我们将纠正人们在处理钱的问题上所犯的错误，像重新校准枪械一样，回归最妥善的计划，稳步前行。为了保证你能得到自己想要的结果，我向世界上最好的行为经济学家取经，寻找真正有效的行为矫正的解决办法——只需要做一些很小而且很简单的调整，就能自动触发你做到别人需要很严格的纪律约束，而且持续坚持才能做到的事情；教你采取一些有效的投资策略，让你赚到的财富足以使你享受舒适的晚年退休生活，而不是亏个精光，无奈破产，在贫困潦倒中死去。

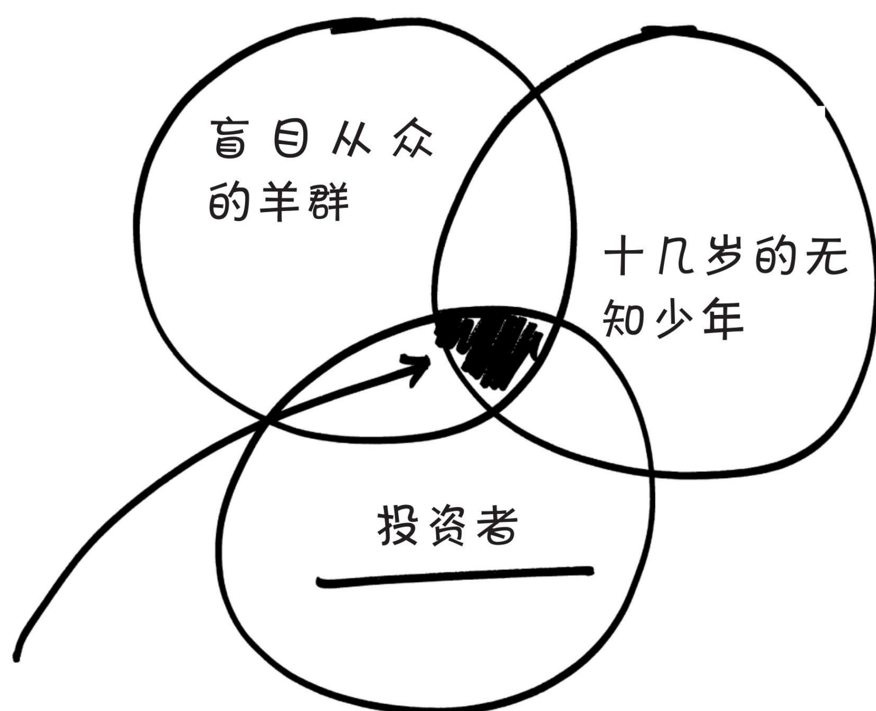



图1–1

我们要直面现实：很多很聪明、很有成就的人一碰到钱的事情就选择逃避，因为钱的事情看起来太复杂了。我邀请的第一批审阅本书初稿的人中，有位名叫安吉拉的朋友，她在许多方面都很有成就，但在钱的事情上却很失败。安吉拉告诉我，大家都觉得她很了不起，是因为她驾着一只小小的帆船，在世界上最凶险的海域上，独自一人航行了20000英里[2]。但她清楚地知道，自己完全不打理自己的财务，因为投资理财这件事让她很头疼。安吉拉坦诚地告诉我：“投资理财看起来很复杂，我感到很困惑，我觉得自己根本没有能力做好投资理财。我曾经在投资理财上犯过错误，很受打击，所以我就放弃了，虽然这非常不符合我的性格。”但她读了本书的初稿之后便发现，只要按照书中简单7步投资法去做，她就能够掌控自己的投资理财事务。这7个步骤很容易做，而且没有任何痛苦！她告诉我：“我的天哪，我竟然也能存些钱，应对未来了。只要放弃购买那些不能给我带来快乐的东西就行了。”一旦开始考虑存钱，她就能开立一个自动投资账户。当读到本书的第13章时，她在投资理财上做出的认识变化，已经改变了她的人生。

几天后，她专门来看我，高兴地说：“我这辈子第一次买了一辆崭新的汽车。”

我问她：“你是怎么做到的呢？”

她回答：“我读了你写的书才开始意识到，我原来开的旧车平时花的修车费和油费太高了，比贷款买辆新车的月供还要高！”她开着一辆白色的吉普牧马人，崭新崭新的，简直光芒四射。你可以想象到她的笑容是何等的光辉灿烂。

所以我想让你知道，本书要讲的不仅是如何拥有舒适的退休生活，而且是如何拥有你想要的，也本应该是今天就拥有的高品质生活。你能过上自己想要的那种生活，同时可以确保未来能继续保持同样高品质的生活！掌控了钱的事，会让你对外充满权力感，向内充满力量感，决策充满确定感。这些美好的掌控感会传递到你生活的其他方面——掌控你的职业，掌控你的健康，掌控你的情绪，掌控你的人际关系。无法掌控自己的钱，对自己的投资理财能力缺乏信心，这会在不知不觉中影响你在其他方面的自信。当可以完全掌控自己的财务状况时，你就会赋予自己力量，激励自己勇于接受其他方面的挑战！

是什么因素阻碍了我们开始走上财务自由之路呢？对于我们很多人来说，比如我的朋友安吉拉，只是心里那种感觉阻碍了我们前行。一直有人灌输给我们这样的想法：“投资理财这事太复杂啦。”“这事我不内行。”坦白来说，那些专业人士故意把金融体制设计得让人觉得复杂难懂，因为这样你就会干脆放弃属于自己的掌控权，把它全部交给“专业人士”。他们却完全把你蒙在鼓里，让你一无所知，这样你就会心甘情愿地付给他们很高的手续费。阅读完后面的几章，你能学会如何防止这样的事情发生在你头上，最重要的是，我会展示给你看，用你自己的方式来掌握投资理财，最终实现财务自由。其实这样的操作一点儿也不难。

人能成功的原因之一是知道别人不知道的知识。你花钱请律师打官司，花钱请医生看病，是因为他们有你所没有的知识和能力。专业人士也有自己的专业术语，这些术语我们这些外行根本听不懂，所以有时我们会感觉隔行如隔山。

例如在医学界，你可能会听到在过去的一年里有225000人的死亡属于“医源性死亡”。根据《美国医学协会杂志》的报道，这是美国的第三大死因。医源性死亡是什么意思？这个术语听起来很重要，但到底是什么意思呢？这是一种罕见的热带疾病，还是基因突变呢？都不是。医源性死亡实际上指的是，医生、医院不正确或不必要的医疗程序所导致的意外死亡。

他们为什么不用这样的大白话来讲呢？因为用外行都能懂的话来说，不符合医疗机构的利益。金融界也有自己的行话，那些专业术语描述的东西，其实都是额外多收的手续费。有了这样听起来令人费解的语言做伪装，就能故意让那些外行客户听不懂，好让你完全意识不到金融机构收取的手续费，比你能想象到的最高水平还要多得多。

我希望你能让我做你的翻译，同时担任这次通向财务自由之旅的向导。因为正是那些复杂难懂的专业术语，让我们觉得自己是金融界的外行，不找内行的专业人士帮助根本行不通。我带你一起破译这些像密码一样的金融专业术语，让你这个外行也一样能听懂那些金融专业人士的行话。

现在这个时代的信息太多了，即使最有经验的投资者也会感到信息过载，特别是当我们意识到自己接收的信息往往与自己的需求无关时。例如，你胸口有轻度疼痛，于是你用谷歌搜索“心”这个字。你会得到什么样的搜索结果呢？你搜索到的结果，并不是那些你现在想要处理的有关心脏病的信息，而是一个叫作“心”的乐队组合，尽管他们唱了20年也没红过。这种搜索结果对你有什么用呢？

我的计划是为你提供服务，成为你的个人投资理财搜索引擎——智能搜索引擎，帮你过滤掉多余的甚至是有害的金融信息，提供给你简单明确的解决方法。

不知不觉地，你也成了内行。你会明白为什么追逐高业绩明星基金这一招从来不会灵，为什么没有人能长期战胜市场[3]，为什么绝大多数金融专家没有要为客户利益最大化服务的法律责任。这太不可思议了，对吧？你会明白为什么公募基金在广告中说的基金业绩，并不是你买了基金后真正能到手的业绩。我在本书里讲的投资理财之道，可能会让你一生的投资收益增加几百万美元——统计研究表明，仅仅是阅读和运用本书第二部分所说的投资理财的基本原则，就能为你节省15万～45万美元！你能把钱装回到自己的口袋里，而不是装到那些炮制出种种手续费的金融机构的口袋里。你还会学习掌握一条被事实证明了的行之有效的投资理财之路，它让你的钱能够持续增值，而且100%保本，投资收益免税（由美国国税局批准）。这种投资理财工具终于也向你这样的个人投资者开放了。

这正是本书真正与众不同的地方：我并不是仅仅告诉你那些超级富豪用的是哪些投资策略，这些策略你根本负担不起或者根本没有机会使用。我还找到了解决办法，让那些投资策略普通工薪阶层也能负担得起，也有机会享受得到。凭什么只有那些特权阶层的人才能搭上非同寻常的投资机会呢？现在是不是到了我们可以和超级富豪在投资理财的赛场上公平竞争的时候了呢？

记住，这是你的钱，是时候自己掌控自己的钱了。

瞬间的领悟有时候值得用一辈子去体验。

——奥利弗·温德尔·霍姆斯

在开始之前，我要告诉你是什么事触动了我写这本书。如果这些年你看过一些关于我工作的报道，或者你读过我以前写的书，你可能会知道由我创造出来的、可以被衡量的巨大变化纪录——帮助肥胖者成功减重30～300磅[4]，帮助夫妻彻底扭转即将结束的亲密关系，帮助企业老板一年之内提高30%～130%的业绩。我还帮人们战胜了巨大的灾难打击，从失去孩子的夫妇，到阿富汗战场归来患上创伤后应激障碍的士兵，让他们重新面对人生。我充满激情的强烈爱好是，帮助人们实现真正的突破性进展，包括人际关系、情绪、健康、事业、理财五大方面。

近40年来，我有幸担任教练帮助各行各业的人提升自我，其中包括这个世界上最有权势的男人和女人。我训练指导过的人，既有美国的总统，也有小企业的总裁。我作为教练，训练和帮助过体育明星提高成绩，从早期合作过的冰球巨星韦恩·葛雷茨基到现在合作的网坛巨星小威廉姆斯。我也有幸与多位荣获大奖的明星演员合作过，他们既有冷酷似冰的莱昂纳多·迪卡普里奥，也有热情似火的休·杰克曼。我的工作能接触到顶尖艺人的生活和演出，从史密斯飞船乐队到绿日乐队，从厄舍到皮普保罗，再到小埃勒·库尔。我也指导过拥有亿万财富的企业领袖，如赌场巨头史蒂夫·韦恩和互联网“鬼才”马克·贝尼奥夫。事实上，正是在1999年参加了我的一场名为“释放你的内在力量”的研讨会之后，贝尼奥夫才下决心从甲骨文公司辞职，开始创建Salesforce.com公司的。今天，Salesforce.com公司价值50亿美元，连续4年获得《福布斯》“全球最佳创新企业”称号。很显然，客户找我不是为了寻求激励，他们已经有足够多的激励了。客户从我这里得到的是策略，以帮助自己提升到更高层次，持续保持顶尖的竞争地位。

在金融领域，我很荣幸，从1993年以来，一直在指导保罗·都铎·琼斯，他可以称得上是有史以来十位顶级投资大师之一。保罗成功地预测了1987年10月黑色星期一的美国股市大崩盘——迄今为止，仍然保持美国股市最大单日跌幅的历史纪录（按百分比算）。虽然全球股市暴跌，所有人都亏得连短裤也输掉了，保罗却在1987年赚了整整1倍。2008年，保罗再造神话，整个美国股市暴跌50%，他却赢利近30%。我和保罗合作要做的事情就是，捕捉到那些引导所有投资决定的基本原则，然后把这些基本原则综合成一套体系，让他能够天天使用，最重要的是，在关键的时候他也会运用。我不是一个指导积极思考的人生教练。相反，我是一个训练指导你做好一切准备的人生教练。我和保罗一直保持着联系，并持续追踪他每天的交易情况，一起经历跌宕起伏的各种各样的市场行情。从20世纪90年代后

期的科技股泡沫到“9·11”恐怖袭击事件重创股市，我一直和保罗在一起。从房地产大繁荣到次贷危机，再到2008年金融危机，再到后来的欧洲债务危机，再到2013年金价创下30年来最大单日跌幅，我一直都在追踪保罗的交易，我一直和保罗在一起。

尽管经历了以上如此多的巨大困难，在过去连续28个完整年度里，保罗从来没有一年亏损过。这28年里，我和保罗合作了21年。他寻找胜利之路的能力是无与伦比的。无论市场如何波动，保罗总是能持续赚钱，我很荣幸能有机会和他并肩战斗。通过和保罗合作，我更深入地了解到，投资世界的现实情况是什么，在困难时期应该如何制定决策。这比我去读MBA（工商管理硕士）的100门课程所学到的还要多。

同样非常幸运的是，在此期间，保罗不仅在工作上成为我紧密的合作伙伴，而且在生活中保罗也成为我最亲密的朋友之一。我非常热爱保罗，也非常敬重保罗，因为他不仅是全世界业绩最优异的投资人之一，也是全世界贡献最巨大的慈善家之一。多年来，我亲眼见证了保罗领导罗宾汉基金会不断发展壮大。罗宾汉基金会最初只想运用自由市场的力量来减轻纽约市的贫困问题，如今它已经发展为被《财富》杂志盛赞为“最创新又最有影响力的慈善组织”之一。罗宾汉基金会至今累计捐赠了14.5亿美元，改变了几百万人的生活。

一路走来，我也从个人经历中学到了一些教训，有些教训是经历痛苦折磨和错误打击才能学到的——我写本书的意图就是要帮你尽量避免这些错误。我不是空口乱说，我身上还有证券市场给我的重大打击所留下的伤疤。我领导一家股份公司在交易所成功上市，当年我只有39岁，年轻有为，亲眼看到公司股价大涨，短短几个星期，我的个人财富就飙升到4亿美元以上。后来，2000年网络股泡沫破裂，我的公司股票暴跌，个人财富也大幅缩水。

但那时的股市回调，与我们最近几年的金融危机相比，根本不算什么。2008—2009年的金融危机是美国“大萧条”以来最严重的经济危机。你还记得当时整个金融世界好像末日降临一般的感觉吗？道琼斯工业指数暴跌50%，让你的401（k）养老金投资账户的资产也缩水一半。房价跌了个底朝天，你自己家住的房子的房价随之下降四成，甚至更多。数百万人一生辛勤工作所赚的钱都亏掉了，还有数百万人连工作也丢掉了。在非常恐怖的那几个月里，我接到了各种各样的人打来的求助电话，比以往任何时候都要多。理发师向我求助，亿万富翁也来向我求助。人们告诉我，他们亏掉了房子，他们亏光了储蓄，他们的孩子都没钱上大学了。听到这些，我非常难受，因为我也有过亲身体验。

我一直努力工作，很幸运财务状况良好，比较富裕，但是我并不是从小就

是这样的。我在加利福尼亚州沙尘飞扬的圣盖博山谷长大，有过4位不同的父亲。我现在还清清楚楚地记得，那时我还是个小孩子，不用拿起电话，也不用应声开门，我就知道门外的人是谁——讨债的人，但我们根本没钱还债。年少时，我不得不天天穿旧校服上学，那是从旧货店花0.25美元买来的，我感到很难为情。你要是穿得不时尚，别的孩子真的会非常“残酷”地对待你。现在，去旧货店买旧货穿却成了时尚的标志——我真想不到！后来，我终于有钱买人生的第一辆汽车了，那是一辆破旧的1960年款大众甲壳虫，但是那辆旧车没有倒车挡，所以我只能把车停在一座小山上，而且我从来没有足够的钱去买汽油。感谢上天，我从不认命，从不相信“生活就是这样”的那一套说法。我找到了方法来战胜困境。因为我有亲身体验，所以每当我看到有人经受苦难就会受不了。这简直让我急得发狂。2008年给美国人带来的本来可以避免的巨大经济磨难，比我至今所见到的还要多得多。

股市大崩盘发生后不久，每个人都一致同意，必须采取一些措施来完善整个金融体系。我一直在等待这些政府承诺的改变真正发生，但过了几年之后，还是一切照旧。我了解金融危机的根源越多，就越生气。后来我的愤怒爆发了，引爆点就是奥斯卡金像奖获奖纪录片《监守自盗》（*Inside Job*）。纪录片主演是马特·达蒙，讲的是那些华尔街大作手用客户的钱进行投机，其风险巨大到几近疯狂，几乎颠覆整个美国经济。这些罪犯受到了什么样的惩罚呢？我们这些纳税人出钱把他们救了出来，而且差不多还是让这一帮人来负责经济复苏。看到影片结尾，我气得咬牙切齿，无比愤怒，但是我“化愤怒为问题”：我能做些什么呢？

答案就是写这本书。

书是最忠诚的朋友。

——欧内斯特·海明威

做这样的决定可不容易。我都快20年没有写一本大书了。上一年，我平均每隔四天就要乘飞机出差一次，去过的国家超过15个。我管理着十几家公司，还管理着一家非营利组织。我有4个孩子，1个了不起的妻子，还有一个我无比热爱、赖以为生的人生使命。要说我的人生非常充实，一点儿都不为过。我写的《激发心灵潜力》和《唤醒心中的巨人》都是全球畅销书，受到读者热烈的欢迎。但直到现在，我从来没有感受到再次动笔写书的动力。为什么？因为我更爱举办现场活动，我很喜欢那种完全沉浸式的体验，同时与5000人甚至10000人一起交流，即时、灵活地沟通，让他们周末两天持续集中注意力长达50个小时。现在这个时代，就算观看斥资3亿美元拍摄的电影，大多数人都无法坚持坐上3个小时。我清清楚楚地记得，奥普拉告诉我她根本不可能待上2个小时，但是12个小时之后，她站

在椅子上，对着镜头大喊：“这是我一生中最棒的体验！”厄舍告诉我，他喜爱我举办的现场活动，但肯定无法坚持听上整整一个周末。就像奥普拉一样，最终，这两天成了他一生中最快乐的体验。50个小时之后，他对我说：“这就像我听了一场人生中最棒的音乐会！我发疯似的记笔记，你让我笑得前仰后合！”

参加我举办的现场讲座活动，会让你的体验充满情感、音乐、激动，以及深刻的洞见，激励你采取重大的行动。参加者不仅思考、感受，而且会改变行为，就像换了个人一样。我的肢体语言，我的声音，是我教学风格的关键。所以，我必须承认，当我坐下来写作的时候，我感觉有块东西堵住了我的嘴不让我说，有人把我的手绑到了后背上不让我写！而且，我发现做一场TED演讲（美国一家非营利性会议机构，以技术、娱乐和设计为主旨举办的演讲活动），就可以影响到上千万名观众。所以，我还有什么必要写书呢？

又是什么让我改变了主意呢？

金融危机造成了巨大的痛苦，但它也让我们重新评估什么才是我们生命中最重要的东西——生命中最重要的东西与钱无关。是时候了，我们要回到本源，回到支撑我们度过困难时期的价值观了。我目睹了金融危机的巨大灾难，这让我想起了自己过去的日子，睡在车上无家可归，却在执着地寻找改变人生的方法。那时是什么改变了我的人生呢？书！是书籍帮助我重塑自我。我一直是一个贪婪的阅读者。年轻的时候，我下决心要一天读一本书。我认为领导者就是阅读者。我上了一门速读课。我确实没有做到一天读一本书，但是过了7年多，我读的书超过了700本。我想从书中找到答案来帮助自己，也帮助他人。我读书的范围很广，心理学、时间管理、历史、哲学、生理学，都有涉猎。我想知道所有可能立刻改变我的人生和别人人生的东西。

但是，小时候我读过的书给我留下的印象最深刻。这些书引领我走出了痛苦的世界——一个没有迷人未来的世界。这些书把我送到了一个拥有无限可能性的新王国。我还记得其中有一本书是拉尔夫·瓦尔多·爱默生写的，里面有一篇论自力更生的文章，其中有几句是这样说的：“每个人的自我教育中都会经历这样一个时期，他终于意识到忌妒即无知，模仿乃自杀。每个人都必须接受自我，无论是好还是坏。”另一本书是哲学家詹姆斯·艾伦写的《做你想做的人》，书名与《圣经》中那句箴言遥相呼应：“因为他心怎样思量，他为人就是怎样。”我读到这本书的时候，恰好内心充满恐惧，正在激烈斗争。詹姆斯·艾伦教导我，我们人生创造的一切都源于思想。

我如饥似渴地阅读伟人的传记，包括伟大的领导人、伟大的思想家、伟大

的实干家，比如亚伯拉罕·林肯、安德鲁·卡内基、约翰·肯尼迪、维克多·弗兰克。我认识到，世界上的伟人经历过的痛苦与折磨程度远远超过我。这些伟人能够成大事，并不仅仅因为幸运或者有福气，更多的是因为他们心中有某种东西——一种无形的力量，让他们不能只满足于现状，而要追求发挥所有潜力，做到极致，成为极致，付出到极致。我认识到人生经历并非命中注定，我的过去并不等于我的未来。

另一本我特别喜欢的书是1937年以来美国最经典的成功学名著，拿破仑·希尔的《思考致富》。20世纪初，希尔花了20年时间，采访了当时世界上500位最有成就的人，包括安德鲁·卡内基、亨利·福特、西奥多·罗斯福、托马斯·爱迪生，想要找出这些人成功的共同秘密。希尔发现，这500个成功人士都有一个共同特点——坚持不懈地长期专注于自己的目标，融汇强烈的愿望、坚定的信仰、持久的耐心于一身，不断地努力去实现目标。希尔告诉我们，普通人也可以克服一切障碍，并取得成功，这给那一代在大萧条时期挣扎的读者带来了希望。这也让《思考致富》成了美国有史以来最畅销的书籍之一。

拿破仑·希尔的《思考致富》一直是我的榜样。仿照他的这本经典名著，本书也系统地总结了世界上50位投资精英中的精英的投资成功之道，从沃伦·巴菲特到理查·布兰森爵士，还包括业内专家称之为“当代爱迪生”的科学家雷·库兹韦尔。他发明了第一个数字音乐合成器，而且发明了第一个将文本转换成语音的软件。雷·库兹韦尔就是苹果公司iPhone手机语音助手Siri背后的男人。他还发明了一种设备，能够让盲人安全地过马路，读路标指示牌上的文字，顺利地从任何菜单中点菜。如今，雷是谷歌公司的工程研发主管。但是我要写的这本书，超越了心理学和成功学那些浅层心理层面的东西，会为你提供实实在在的计划，实实在在的工具，让你用它来为自己和家人建设一个更加美好的未来。本书会是一本手册、一个蓝图、一份新经济时代的实用指南。

当我开始重新关注书的力量时，我想：“我需要把解决这些投资理财问题的答案，用一种人人都可以获得的方式传播出去。”借助当今的科学技术，可以为本书带来两大优势，以更好地推动你前行。第一个优势是，本书有些部分提供了电子版，你可以上网观看我对一些投资大师的采访视频。第二个优势是，我们还专门设计开发了一个手机App（应用程序），用来激发你走完这7个简单的步骤，因此你学习的不只是理念，还可以跟着手机App的指导实际操作，让你实现真正与你的潜力相符的财务自由。

顺便说一下，我一开始写这本投资理财书的时候，很多人都说我这是在冒险，肯定是疯了。很多所谓的专家，甚至是朋友警告我，想把非常复杂的金融专业知识传授给普通读者，只有傻瓜才会做出这样的傻事，甚至我的出版商都恳求我还是写些别的东西好了。

但我知道，我能做到。只要我找到最优秀的投资大师来做指导，我就一定能完成。我这里采访到的投资大师，大多数人从来都不接受采访，即使有人接受过采访，也极其少见。尽管这些投资大师也曾在瑞士达沃斯的世界经济论坛上演讲过，或者曾在美国外交关系委员会演讲过，但是把自己的知识讲给普通大众，而且是用普通大众能够听得懂的大白话来讲，这种事他们从来没有做过。用简单易懂的方式，分享投资大师的关键观点，让任何一个人都可以照着去做，成了本书的核心任务。

我很荣幸能和一些世界上最有影响力的人保持良好的关系：地位很高的朋友愿意为了我而打几个电话找人帮忙。很快，我发现大门向我敞开了，我接触到了这些投资理财游戏中的赚钱高手。

欢迎来到丛林……

——枪炮玫瑰乐队《欢迎来到丛林》

那么从哪里开始呢？我决定从一个大多数人从来没有听说过的人开始，尽管他被称为"投资界的史蒂夫·乔布斯"。你问任何一位全球金融界的领袖人物，无论是美国联邦储备系统（美联储）的主席、投资银行的负责人，还是美国总统，他们都知道瑞·达利欧。每个金融界的头面人物都会阅读瑞·达利欧每周所写的投资简报。为什么？因为政府机构要打电话咨询他应该如何投资，政府要把钱交给他来投资，养老基金和保险公司也一样。瑞·达利欧是桥水基金的创始人。桥水基金现在是世界上管理资产规模最大的对冲基金，目前资产管理规模有1600亿美元，而一般的大型对冲基金的资产管理规模平均只有150亿美元。想要成为桥水基金的客户，你需要有50亿美元的净资产，初始投资额1亿美元起。但是你现在不用想了，瑞·达利欧根本不会管理你的钱——谁的钱他都不管。

调查瑞·达利欧的出身背景，你会发现他好像根本不可能成为投资专家。他出生于纽约市皇后区，父亲是个爵士音乐家，母亲是个家庭主妇。瑞·达利欧最开始的工作是做球童，在当地的高尔夫课程上第一次接触到股票。如今，瑞·达利欧的个人财富达到140亿美元，在全美富豪排行榜上名列第31位。他是如何白手起家，通过投资成为超级富豪的呢？我一定要搞清楚！这家伙的投资业绩真了不起，根据《巴伦周刊》的报道，他管理的纯阿尔法基金，过去20年里只有3年亏损，2010年他为核心客户创造了40%的投资收益。这只基金存续期间（1991年发起），他创造出了21%的年化收益率（未扣除管理费）。如果我想找人询问"普通投资者在这样一个疯狂、动荡的股票市场中还能赚到钱吗"，那么这个人就是达利欧。因此，当达利欧告诉我"没问题，你还能赚到钱"时，我会马上全神贯注地洗耳恭听。你呢？

要接触到达利欧这个大投资家，可不会那么容易。但结果比我想象的容易，达利欧已经知道我是谁了，他很喜欢我做的事情。一天下午，我来到达利欧家里，让我吃惊的是，这么有钱的投资家，住的房子却很低调——在康涅狄格海岸边一个树木繁茂的岛上，很不起眼儿。我们刚开始聊，达利欧就明白了我的意思，他直截了当地告诉我，像我这样的个人投资者也能赢得投资比赛——但是前提是我不要妄想在专业人士擅长的领域击败他们。

“托尼，个人投资者需要知道的是，自己也可以赢。”达利欧说，“但个人投资者想要通过击败整个市场来赢得投资比赛，那是根本不可能的，你想都不要想。我雇用了1500名员工，有40年的投资经验，但要战胜市场对于我来说依然很难。这是你与投资高手之间的较量，也就是说，你和全球最好的扑克牌玩家在玩扑克牌游戏。”

达利欧65岁了，说话带着柔软的纽约口音，喜欢一边说话一边打手势，就像个指挥家。他提醒我注意，玩扑克牌游戏，和在股市上玩投资游戏一样，都是零和游戏。有一个人赢，就得有一个人输。但是同时玩股票的对手比同时玩扑克牌的对手多多了。“只要你进入证券市场，你的对手就是全世界成千上万的其他投资者。这可不像玩扑克牌那样，你的对手只是坐在桌子对面的人。证券投资是全球性的游戏，只有很少一部分人能从投资游戏中真正赚到钱。这极少数的赢家能赚到很多钱。这些擅长投资游戏的高手赢的就是那些不擅长投资游戏的人的手里的钱。”达利欧说，“所以我要跟你这样的个人投资者，也就是普通的业余投资者说‘不要进入股市和高手玩游戏了’。”

我问达利欧：“如果你告诉普通投资者，他们在股市这个投资游戏中根本没有能力和高手竞争，普通投资者会不会花钱雇用别的投资高手替他们比赛呢？很多股票经纪人和基金经理都说业余投资者把钱交给他们管理，能得到更好的投资业绩，你觉得这样做可行吗？”

“你以为花钱找专家帮你投资，就像花钱找医生看病一样吗？但是那些投资专家并不是医生。”达利欧告诉我。我们从小到大在生活中受到的训练是，要百分之百地相信医生，想也不用想照着医生说的做，相信医生什么病都能治好。但是瑞·达利欧说，一般的基金经理不会帮你赢得投资游戏，因为他们并没有足够的技能和资源去玩大赚特赚的投资游戏。“如果他们真有这样的本事，你这样的个人投资者也就接触不到他们了。”

“与我们证券市场上的投资竞赛相比，奥运会就显得太容易了。”达利欧继续说道，“证券市场上的竞争要激烈多了。当你想找个股票经纪人做投资顾问时，你会觉得你应该先问，‘这个投资顾问是个聪明的家伙吗？’他可能很聪明，也可能很关心你。但你真正应该问的问题是，‘这家伙拿过几枚

金牌？’你找股票投资顾问时，要非常谨慎，因为有很多人想要给你提供投资建议来赚取你的佣金，但你找的股票经纪人，也就是投资顾问，要足够出色，才能够避免把钱输给那些最厉害的投资游戏高手。”

那么你给普通投资人的答案是什么呢？

“不要去和投资高手争斗，你要明白的是，还有一种被动投资的方法可以让你稳稳地赢得投资游戏。这种方法就是分散投资所有股票，正如那句俗语所说的，不要将所有鸡蛋都放在一个篮子里。用这套方法，你可以在所有下跌行情中保护自己，因为最好的投资者都知道，他们也会犯错，不管他们有多聪明。”

等等！瑞·达利欧，你这个过去21年创造出21%年化收益率的投资高手，将来也会犯错吗？

“对，托尼，我也会犯错。”他说，“我们都会犯错，所以我们要建立一套投资操作体系，保护自己免受这些失误的影响。”

说到这里，我们两个人坐在一起已经聊了将近三个小时，是时候问最关键的问题了：“达利欧，这个体系是什么？”达利欧对我说：“托尼，我的基金最后一次接受新的投资人加入，要求客户至少要有50亿美元的净资产，这样的人才有机会分享我的投资管理知识，而且至少要投资1亿美元购买我的基金。我的这套投资体系非常复杂，而且会有很大变化。”

我说：“好了，达利欧，你刚才说，你再也不接受新的投资人加入你的基金了，谁也不行。但我知道你还是非常关心大众投资者的。如果你不能将钱留给自己的孩子，只能留下一系列投资原则，或者一个投资组合——一个投资体系，能让你的孩子像你一样，无论市场行情是好是坏都能赚到钱——请告诉我，对于普通投资者来说，应该采用什么样的投资体系呢？”

我俩来来回回交流了几个回合之后，最终，你猜结果如何？他给我提供了一套理想的投资组合样板，也就是具体明确的各种投资及混合比例。它可以帮助你在任何一个市场上实现投资收益最大化，同时收益下跌的波动性最小化。

投资组合是什么意思？你不熟悉这个词不要紧，其实投资组合这个概念很简单，就是同时做各种不同的投资，把这些投资组合到一起，努力实现投资收益最大化。达利欧展示给我的是一个简单的投资组合，包括投资的内容、百分比、投资金额。回顾历史，我们发现，使用达利欧建议的策略在过去30年（1984—2013年）中，赚钱的时间多达85%。也就是说，过去30年只有4年多是亏钱的——亏损最多的年份也只亏了3.93%（4年中平均

每年亏损1.9%）。其中有一年亏损只有0.03%，大多数人会认为这接近于不赚也不亏。2008年整个美国股市亏损51%（从最高点到最低点），你只亏损了3.93%——只要完全按照达利欧说的做就能做到。达利欧在此处分享的投资计划，每年年化投资收益率接近10%（扣除费用后的净收益率），而且这个投资计划简单易行，你自己就能轻松搞定。这只是本书介绍的投资体系之一，在第6章中，你会学到更多的全球最伟大的投资大师所分享的投资策略。

我知道，现在你肯定想直接跳到后面，看看达利欧推荐的这个投资组合的内容究竟是什么。但我要提醒你，你必须按照简单7步投资法一步一步地来做，这个投资组合才会行之有效。如果你一问三不知，一不知道该从哪里搞到钱来投资，二不知道自己的投资目标，三不知道投资的游戏规则，那么即使你看到了世界上最好的投资组合，你也不知道该如何利用。所以，请你还是老老实实地跟着我，我们一起一步一步地来。我没有胡说八道，我是有一套方法的。朋友，你得按照套路来。

瑞·达利欧提供的投资建议对你的价值有多大呢？其他人需要有50亿美元的财产才能得到，你只需要花费买这本书的钱就可以得到。这样来看，你买本书的投资收益可不算差！

了解达利欧的投资体系，这让我非常激动，但是达利欧最让我感兴趣的地方是他如何看待世界。他把世界看作丛林，把自己的生活看作经常发生的令人兴奋的战斗。

“托尼，我就是这样来看待生活的，我们都有一些自己想要得到的东西。这些东西代表着更高的生活品质。但要得到你想要的东西，你就必须穿越充满挑战的丛林。只要穿过丛林，你就会获得自己期盼的生活。就像是你正在丛林的这一边。”他告诉我，“你如果能穿越丛林到达那一边，就能拥有非常棒的工作，非常舒适的生活。但是丛林中有各种各样危险的事物，这些事物都有可能杀死你。那么，你是选择待在这一边过着安稳的生活，还是选择进入丛林走向另一边呢？你会如何处理这个问题呢？”

达利欧选择的是进入丛林，和自己非常信任又非常聪明的好友们一道前行。达利欧总是不停地问：“哪些是我不知道的呢？”“这是个至关重要的问题。”他说，“我一生中最重要的成功因素是自己很有自知之明，不会狂妄自大。我会坦承自己有很多不足，我对很多事情知道得并不多。学习得越多，我会觉得自己知道得越少。”

这不正是无可争辩的事实吗？我自己就是个活生生的例子。我开始写本书时，自以为自己很清楚在干什么。毕竟，我都有几十年的经验了。但在过去4年寻找全球最出色的投资人的过程中，我一次又一次地为自己的无知

而深感羞愧。我发现，那些只会说不会干的伪专家都很自大，自以为无所不知无所不晓，而这些业绩最优秀的投资大师本质上都很谦卑。就像瑞·达利欧，他们会说出自己的想法，然后坦诚地说自己的看法也可能是错的。

财富不是生活的目标，而是生活的手段。

——亨利·沃德·比彻

随着我寻找投资高手的旅程不断行进，我发现我的使命在不断地升级。每采访一位投资大师，我就会发现一些以前我并不知道的投资工具、投资机会和投资产品，只有超级富豪才有机会享用，一般的老百姓听都没有听说过。具有讽刺意味的是，有些最好的投资机会风险极小，或者风险有限，即这些投资大师所说的“风险—收益不对称”。它的意思是，上涨赚钱的潜力大，下跌亏钱的可能性很小，这种“聪明钱”就是投资高手管理的资金最盼望的投资良机。

我非常兴奋，能够找到这样好的风险—收益不对称的投资机会，并利用它们多赚些钱，因为我到人生现在这个阶段，年龄已经足够大，运气还足够好，经济也足够宽裕了，能找到并抓住这样的投资机会了。但我的儿子不能，我的女儿不能，我的好友不能，最重要的是，可能像你这样的读者也不能。（除非你攒了好几千万美元，你读本书只是想看看达利欧把钱投到哪里了，给自己做参考。）

于是，我给自己定位的角色变了，从一个消极被动的投资世界的信息采集者，变成一个积极主动的行动者，为我的朋友们和读者们提供良好的投资机会。我不仅要告诉你那些有钱人会做什么样的投资，我也想把这些投资机会开放给每个普通人。所以我想找到那些专门为超级富豪提供投资理财服务的公司，然后想方设法地说服它们创造出新的投资机会，让各个收入层次和各个年龄层次的投资者都能分享。我尽力高调地宣传这些公司的服务，在某些情况下，我会深度介入，与它们合作研发新的投资产品，让普通大众能够第一次购买这样的投资产品。但令我最骄傲的是，我已经说服了许多公司向一般收入者开放服务——完全免费！在本书接下来的内容里，你将会了解到堡垒财富管理公司和高塔投资顾问公司两家公司革命性的战略合作，它们共同组建了一家投资顾问合伙公司。高塔投资顾问公司是美国第五大投资咨询公司，向超级富豪提供清晰易懂而且没有利益冲突的投资建议。它们将为老百姓提供透明、没有冲突的建议。现在这家合伙公司会给包括每位读者在内的一般收入阶层，提供同样优秀的投资理财规划服务，而且不收取任何费用，不管你投资的金额是大是小都不收取一分钱。你能学会如何访问一个免费的在线平台，它能让你像买车先试驾一样提前考察你的投资经纪人，检验你是不是给你的经纪人付了过高的佣金，但他带给你的回报低于市场水平。我希望这是个人理财世界发生巨变的开

始，从此在巨大的投资赛场上，有钱人和普通人能够公平竞争。

高塔投资顾问公司为什么要这样做？第一，这是应该做的正确的事。投资者需要知道他们花的钱值不值。第二，他们知道很多现在很有钱的人并不都是一开始就很有钱的。发家致富的秘诀是什么，你还记得吗？为别人做更多，比其他人做的还要多。高塔投资顾问公司在你人生这个阶段为你义务地做了这件好事，它是在赌，你将来肯定不会忘记高塔投资顾问公司。你会成为高塔投资顾问公司的粉丝和忠诚客户。

今天，你得到了你需要的帮助，而且一分钱不用花，高塔投资顾问公司则得到了未来的客户。这就是金融界的协同作用。这样就有机会创造出难以捉摸的双赢结果，在华尔街都是机构赚钱、客户吃亏，双赢的事非常少见。

言善信，心善渊，与善仁。

——老子

“成为游戏高手”能带给你很多巨大的好处。其中之一是，你不仅能够赢得比赛，而且还有能力对别人产生重大影响。不管我们的处境多么困难，总是有人比我们更苦。如果有人自己创造了巨大的财富，那么他有权力，我相信，也有责任，把一些财富回馈给那些刚刚开始人生旅程的人，或者那些遭遇灾难打击、人生旅途受困的人。稍后我将与你分享我的亲身经历，那时我们家可以说家徒四壁，全家人只能饿肚子，多亏好心人的慈善捐助，我们家才能有饭吃，我们没有被饿死。这件事情彻底改变了我对人的看法和对生活的看法。这段受人恩惠的经历，对塑造今天的我有很大的帮助。

所以几十年来，我一直努力回馈社会，通过我创立的安东尼·罗宾斯基金会，每年为200万人提供食物。最近几年，我们的员工捐了多少钱，我和妻子私人也捐了相应的钱。

今天，我可以自豪地说，当初没有饭吃的那个孩子，如今每年能够直接帮助400万人得到照顾和食物。总的来说，过去38年，我很荣幸地为4200万人提供了食物。

我想用本书作为工具帮助你发掘出足够多的财富，既有物质财富也有精神财富，让你能够拥有一股向善的力量，也能够捐赠出你的财富，捐赠出你的时间，帮助他人。不过，我要告诉你，如果现在你不能从1美元中捐出1美分，将来你就不会从1000万美元中捐出100万美元。现在是时候给予了。我还一无所有的时候，就已经开始这样做了。好人有好报，当你给予

的时候，即使当时你认为自己的财富非常少，你也可以自己教育自己，你拥有的不仅足够多而且绰绰有余。你可以将贫乏的世界抛在身后，向着富有的世界前进。

因此，我很想让你现在就开始奉献之旅。当你阅读本书时，就会知道，你不仅帮助自己在财务上创建一个全新的未来，而且同时在帮助每天面临饥饿的1700万个家庭。

怎么去做呢？我决定在一年之内做更多的事情，比我过去所做的还要多。以我的读者的名义，在本书出版之际，我给全美国无家可归、受苦受难的男人、女人和孩子，捐赠5000万份餐食。倘若知道了这些无家可归者是什么样的人，你一定很震惊。没错，确实其中一部分人是参加过战争并在记忆中留下深刻伤疤的士兵，另一部分人是有精神障碍或者身体残疾的人。但还有好几百万人就像你我一样，本来过着正常的生活，后来突然失去了工作，或者因为出现了健康问题，或者因为家庭发生了变故，将他们推到了入不敷出的破产边缘。大多数美国人只要几个月拿不到工资就会没钱还债，只能破产。让我们一起伸出援助之手去帮助他们吧。

我在写本书的时候，美国国会削减了87亿美元的食品优惠券预算。我见证了这个政策巨大的破坏性影响，这相当于掐断了与饥饿问题斗争的志愿者和非营利组织的弹药补给。这正是我要捐赠5000万份餐食的原因。我发挥自己的影响力，获得了来自其他慈善机构与此金额相当的捐赠，这样我们就能提供1亿份餐食给忍饥挨饿的人了。欢迎加入我们，让我们一起帮助饥饿的人，你可能不知道自己已经在出手相助了：因为你买了这本书，不管你买的是纸质书，还是在iPad上买了电子书，你本人就直接为50个人捐赠了一顿饭。我希望，读完这本书，你能在善心的驱使下，自愿做出小额捐赠。我在本书最后一章提供了一些信息，让你了解如何“使用零钱帮助改变世界”。有很多简单而又愉悦的方式能让你轻松给予、帮助弱者、回馈社会，能让你千古流芳，子孙后代都会引以为荣。

这一章的内容太多了！但我希望你读着不会感觉很长！我是不是已经激起了你的兴趣呢？你正在认真地思考自己可能努力成就什么样的人生。你可以想象一下，通过努力，从今天的你变成你真正想成为的你，过上你想要的人生，会是什么感觉呢？金钱带给你的感受不再是压力，而是兴奋与自豪，那时，你的心情会如何？当你征服了人生中的金钱领域后，你会创造出新的动力。它不但会让你在财务方面取得成功，而且在人生其他比金钱更重要的领域，你也会取得成功，这一点我可以向你保证。

最后再说一句，如果你能读到这里，我要好好夸奖你，因为你的阅读量在

购买非小说类书籍的读者中已经位居前10%了。没错，统计表明，买书的人能读完第一章的，10个人里不到1个人。这简直太荒唐了吧？这本书我尽量写得很浅显，但会使你了解得很深入——成为金钱游戏高手，掌握关键的投资理财技能，让你从此完全掌控自己的财务世界。本书并不是“投资红宝书”，而是“投资大宝典”。所以，我现在就邀请你，也要挑战你，承诺读完本书，和我一起走完简单7步投资法的投资之旅。我向你保证，你会受益匪浅，将来几十年都享用不尽。

现在，翻到下一页。首先，我要给你快速概述一下获得终身收入的指南——这笔收入会维持你现在的生活（或者带给你想要的生活品质），而且让你再也不用为赚钱工作。实现了这个目标后，你再去工作就不是为了赚钱了，而只是因为你想工作。让我们紧抓这份指引方向的路线图，一道前行，踏上通向财务自由的简单7步投资法之旅。

---

[1]美国人称为“共同基金”，国内称为“公募基金”。——译者注

[2]1英里≈1.61千米。——编者注

[3]除了少数几个“独角兽”，也就是人数很少而且限制严格、难以加入的“金融奇才”团队，普通大众根本没有机会接触到，但我会在后面几章中为你介绍。

[4]1磅≈0.45千克。——编者注

# 第2章 简单7步投资法实现财务自由：创造终身收入

千里之行，始于足下。

——老子

告诉我，你有没有过这种经历，你知道的……和孩子玩视频游戏，你输得很惨、被羞辱的经历。谁总赢呢？当然是孩子啦！但是孩子是怎么做到的呢？是因为孩子头脑更聪明、动作更快、实力更强吗？

我们来分析下事情的经过。你去侄女或者侄子家做客，孩子见了你会说：“快来和我一起玩游戏吧，好叔叔！”

你马上反对：“不，不，我不会玩这个游戏。你玩你的。”

他们会说：“来吧，很容易的！我一教你就会了。”然后他们射死几个屏幕上跳出来的坏蛋。你仍然不愿意玩，于是，他们就开始恳求你了。“玩吧！玩吧！求你了，求你了，求你了！”你很喜欢这个小家伙，所以只好让步了。然后孩子简单的一句话就让你知道你上套了：“你先。”

于是你下定决心，一定要赢！你要在孩子面前露两手。结果如何呢？砰！砰！砰！只要三四秒，屏幕上的坏蛋就把你打死了。你头部中枪。弹孔冒着烟。

轮到孩子玩了。孩子拿起枪，突然砰、砰、砰一阵扫射。很多坏蛋从天而降，从各个角落嗖嗖地飞来飞去。孩子预料到坏蛋的一举一动，逐个击落——45分钟后，终于轮到你玩第二轮了。

现在你发怒了，更加坚定了非赢不可的信念。这一次，你整整坚持了5秒钟才死掉，孩子上来又一口气玩了45分钟。你终于明白这是怎么回事了。你就是被孩子拉过来当炮灰的。

那么，为什么孩子总能赢？他们的脑子反应更快吗？他们的两只手动作更快吗？不是！是因为他们以前玩过这个游戏很多次。

他们已经掌握了人生获得财富和成功的最大秘诀：他们能预测到前方的路。

记住这句话：预测是终极力量！失败者事后才做出反应，领导者事前就能

做出预测。接下来，精英中的精英会教你学习预测的技能，瑞·达利欧、保罗·都铎·琼斯，以及其他50位能够预测前路的金融界领袖人物，他们组成的明星军团知道前方的路。他们来指导你在通往财务自由之路上遇到困难和挑战时，让你一路前行免受伤害。正如瑞·达利欧所说的，前方是一片丛林，布满了能在财务自由之路上杀死你的危险的东西，你需要信得过的向导帮你穿越丛林。有了他们的帮助，我们可以为你制订规划，帮你预测前行的困难和挑战，让你避免不必要的压力，最终到达你理想的财务目的地。

我要简要地概述一下我们要去哪里和本书的基本结构，这样你就可以有效地利用本书了。但在此之前，我们先要搞清楚我们真正的目的。本书致力于达成的最重要的结果是：让你掌握自己的财务，能够拥有一份终身投资收益，再也不用为赚钱去工作，实现真正的财务自由！好消息是，每个人都能实现真正的财务自由。即使在起步时你深陷债务泥潭，毫不夸张地说，只要多花一点儿时间，持续保持专注，运用正确的投资策略，你就能在几年之内获得财务上的安全，甚至是财务自由。

在我们开始按照简单7步投资法一步一步地开始投资之旅之前，让我们先探讨一下，为什么在财务上达到安全无忧过去看起来非常简单，现在却相当困难？其中发生了什么改变？我们需要做什么来应对？我们先来上一堂历史课吧。

年轻时没有钱可以，但年老时没有钱绝对不行。

——田纳西·威廉斯

现在，你的财务生活好像比过去困难很多，不是吗？我敢肯定，你一定很困惑，现在想要存点钱养老，然后舒舒服服地享受退休生活，为什么会如此困难。我们已经把退休养老看作社会给予的一项福利：人生神圣不可侵犯的阶段。但是别忘了，退休其实是个相当新的概念，事实上，只有最近一两代人才有退休这个概念——对于我们大多数人来说，只有我们的父母和祖父母两代人，才享受到了退休的福利待遇。在他们之前，人们一般要工作到动不了，不能工作为止。

所有人都是一直工作到死。

还记得历史吗？美国的社会保障制度是什么时候才开始有的呢？那是大萧条期间，时任美国总统富兰克林·德拉诺·罗斯福所创立的，那时并没有照顾老人和病人的社会保障体系。在此之前，“老人”的概念和现在完全不同。那时，美国人的平均预期寿命只有62岁。寿命只有这么长！社会保障体系提供的退休福利，政策规定人要活到65岁才能开始享受，所以并不是

每个人都能享受到退休福利，就是享受到了也享受不了多久。事实上，创立社会保障体系的罗斯福总统本人，寿命也没有长到能够享受自己的退休金（尽管他可能并不需要这笔钱）。他死时才63岁。

《美国社会保障法》在大萧条时期减轻了数百万名美国人的痛苦，但是其创立的目的并非取代退休储蓄——只是作为满足最基本生活需求的一个补充而已。而且当时设计的制度也不是为了适应我们今天生活的世界。

世界变化很大，新的现实情况是：已婚夫妇二人其中至少有一位会活到92岁的可能性是50%；其中一位活到97岁的可能性是25%。

天哪！我们的平均寿命正在快速接近100岁。

随着寿命延长，我们领取养老金的预期年限会更长——长出很多。50年前，人们领取养老金的年限平均为12年，而如今一个人65岁退休后，预期会活到85岁甚至更久。这样，领取养老金的年限会长达20多年。这还只是平均年限，许多人会活得更长，甚至能领取30年的养老金！

用30年工作所交纳的养老金，去负担30年的退休生活，这根本不现实。你不能指望只用前30年每月交纳的10%的工资收入作为养老金，来支撑后30年的退休生活支出。

——约翰·沙文，斯坦福大学经济学教授

你预计自己能活到多少岁呢？我们看到，各种各样医疗技术的突破创新都会延长我们的寿命好几年，甚至几十年。从干细胞技术到3D打印器官，再到细胞再生，各种技术爆发性涌现。你会在本书第七部分，了解更多最新科技的进步。寿命延长肯定是好事，但是你做好准备了吗？我们很多人都没有做好。

美国万通金融集团相关人员做了一项调查，他们访问了1946—1964年婴儿潮一代出生的人：“你害怕的事情是什么？”

你认为答案会是什么？死亡？恐怖袭击？瘟疫？

错！婴儿潮一代出生的人最害怕的事情是：人活着，钱花没了！

（顺便说一下，死亡，只排在第二位。）

婴儿潮一代出生的人有理由害怕自己的储蓄撑不到去世，千禧一代出生的人也是如此。安永会计师事务所的一项研究表明，75%的美国人愿意在临死之前看到自己的资产完全消失。社会保障安全网络，如果能够存活到下

一代的话，本身并不能提供合理的生活水平。目前，美国人每月能够领取的养老金平均是1294美元。如果你生活在纽约、洛杉矶、芝加哥或迈阿密等大城市，你觉得每个月这点儿钱能撑多久呢？或者如果你住在伦敦、罗马、东京、中国香港、悉尼或新德里等国际大都市，同样是社会保险体系，同样是每月只领取养老金，这又能让你撑上多久呢？无论你生活在哪里，如果没有另一份收入来源，你最终只能老了也得打工，也许做个站在沃尔玛超市门口迎接顾客的最佳着装接待员，一直到你死。

显然，我们需要增加退休后的收入，帮助自己维持更长的退休生活，比以前任何时代都要长——我们现在正处在经济不景气的时期，许多人都在苦苦地挣扎，想要恢复失去的收入水平。

活得更久了，花得更多了，但是经济不景气下收入下降了，我们的经济状况越来越窘迫。我们是如何应对的呢？很多人发现，退休养老这个问题太令人头疼了，简直让人崩溃，于是我们干脆阻止自己去想它，盼望问题会自行消失。根据雇员福利研究所的调查研究，美国在职雇员中，48%的人从来没有计算过自己退休后总共需要花多少钱养老。是的，48%！这是个惊人的数字。接近一半的美国人需要从第一步做起，开始制订自己未来的财务规划——算账的时间到了。

那么，解决办法是什么？从第一步开始：做出你一生最重要的财务决策。到你读完本书的时候，你不仅有一个自动的储蓄和投资计划，而且你也知道了不用依靠工作照样能创造收入的方法。

等等！竟有这样的好事！简直太好了，这不可能是真的！你肯定会这样想。任何事情听起来好得简直不能太好了，往往都不是真的，难道不是吗？

但我相信，凡事都有例外。如果我告诉你，现在确实有些金融工具，能让你在市场上涨时赚到钱，在市场下跌时也不会亏一分钱，你会怎么说呢？20年前，对于普通投资者来说，这样的事情根本无法想象。但投资者在2008年市场暴跌一半的行情中，使用这些投资工具，没有亏损一分钱，甚至不会因为担心害怕而失眠。我用这些投资工具让家人获得了财务安全和财务自由。知道自己的收入永远不会被花光，这种感觉简直太棒了。我想确保你和你的家人都有这样的财务安全和财务自由的美好感觉。在本书里，我要展示给你如何创造有保障的终身收入来源。

终身收入，再也不用为了赚钱而被迫工作。

每个月底打开邮箱，原来你看到的只是银行对账单，存款账户里的钱越花越少，你只能幻想存款余额没有减少。相反，创造终身收入之后，月底你的邮箱里出现的不是对账单，而是一张支票，这样的感觉是不是好多了呢？这种好事有办法实现。

在本书第二部分，我会向你展示如何把你的投资打造成赚钱机器，让你稳稳地赚到相当多的养老储备金——我称之为达到“临界数量”。这笔投资让你睡觉的时候也能照样赚钱。用几个简单的策略，你就可以创造出有保障的收入流，让自己能够按照自己的想法来建立、管理、享受自己的私人“养老金”。

也许你很难想象，如今竟然会有这样的投资安排，可以提供给你如下好处：

●100%的本金安全保护，这意味着你绝对不会亏掉本金。

●你投资账户的收益与股票市场涨幅（比如标准普尔500指数）直接挂钩。所以，如果股票市场上涨，你就能分享到收益。但是如果市场下跌，你并不会发生亏损。

●你也可以把投资账户余额转化成有保障的收入，这些收入你一辈子也花不完。

你可以不用想象了，这样的好事就在你眼前。这只是其中的一种，还有许多类似的投资机会，如今像你这样的投资者都可以得到。（你会在第五部分详细地了解到。）

我要明确的是，即使有了终身收入，我也不建议你一到传统的退休年龄就停止工作。当然，可能你也不愿意这样做。研究表明，赚的钱越多，不退休继续工作的可能性就越大。过去，我们的人生目标是发财致富，然后40岁就提前退休。但现在，我们的人生目标是发财致富，然后一直工作到90岁。美国年收入达到7.5万美元（超过50万元人民币）或者更高的人，接近一半的人表示他们永远不会退休，即使退休，至少要工作到70岁。

滚石乐队的主唱米克·贾格尔71岁了，仍然在做世界巡演，像这样工作到老怎么样呢？

或者想想看，企业大亨史蒂夫·韦恩72岁了还在工作。

沃伦·巴菲特84岁了。

鲁伯特·默多克83岁了。

萨默·雷石东91岁了。

尽管他们年纪很大了，钱也非常多了，早就可以退休了，这些企业家仍然经营管理着自己的企业，而且做得很棒。（他们可能以后还会继续工作。）也许你也可以这样，虽然年纪很大了，但仍继续热情工作。

但如果我们不能工作了，或者再也不愿意工作了，会出现什么情况呢？单凭养老金是不能完全支撑我们退休的生活开支的。美国婴儿潮一代出生的人，现在每天都有10000人年满65岁，老年人与年轻人的比例越来越不平衡，至少在我们知道的期限里，是不可能恢复平衡的。1950年，平均16.5个劳动者向社会保障体系交纳的养老金来支撑1个退休者所领取的养老金。2014年，平均2.9个人交纳的养老金来支撑1个人所领取的养老金。

你觉得这样的比例能长期维持下去吗？

《纽约时报》专栏作家、畅销书作家托马斯·弗里德曼，写了一篇文章《现在是401（k）退休计划的世界》。他说："如果你是自我激励、自力更生的人，哇，太好了，现在这个新世界就是为你量体裁衣的。所有边界都消失了。但如果你不是自我激励、自力更生的人，现在这个新世界会对你构成很大的挑战，因为过去保护你的墙壁、天花板和地板通通消失不见了……限制少多了，但保障也少多了。你做出的贡献大小，会在更大程度上决定你得到福利的多少。作秀不行，你得真正有贡献才行。"

你要是想与父母和祖父母一样，指望着退休后靠着领取养老金过上甜蜜幸福的晚年生活，你还是别做梦了，想想铁匠和电话接线员的命运，以后再也不会有这样的好事了。美国私营企业的员工，总体上只有一半人有退休养老保险，而且其中大部分人现在采用的都是个人完全自理、个人承担所有风险的模式。

如果你是一个市、州或联邦政府的雇员，相当于中国的公务员，那么你还能享受到政府财务所支持的养老金，但随着时间一天天过去，越来越多的人，像底特律、圣贝纳迪诺等那些财政破产的城市里的人，政府雇员心里一直在打鼓，熬到自己退休的时候，这些养老金可能早就没有了。

那么，你的退休养老计划是什么？你有养老金吗？是401（k）退休储蓄计划，还是个人退休金账户呢？如今，有6000万名美国人参加了401（k）退休养老金计划，交纳的养老金规模超过了3.5万亿美元。但如果你加入的是主导市场的高收费投资计划，对于你来说，这样的退休养老金计划的结果会很差劲，甚至亏得很惨。正因如此，如果你参加了401（k）退休养

老投资计划，你就必须好好地读第二部分第10章了。你学到的很有用的新东西，让你只要做出简单的改变，就可以完全改变你的人生——带给你平和的心态和你现在需要得到的收益确定性。也就是说：不改变，你老了也不能退休；改变了，你就能提前退休。二者差别很大。

## 死亡与纳税：唯一始终不变的事

你要小心的敌人是市场波动很快（简直比光速还快）的市场、高得离谱的（和隐性的）费用、陈旧过时的养老保障体系，不要忘记还有我们很好的老朋友——税务员。啊，税务员。你只要赚到钱，税务员就要收走50%（甚至更多）的所得税。谢谢你为国家做出的贡献。如果你认为隐性费用是你积累财富的唯一拖累因素，那么你错了，你遗漏了最大最严重的拖累因素。

我们都知道纳税会拖累你的财富积累，但在相当大的程度上，很少有人意识到税收拿走我们收入的比例有多大，对我们实现财务自由的能力影响有多大。经验丰富的投资老手非常明白这个道理：重要的不是你赚了多少钱，而是你留到口袋里多少钱。

世界上最伟大的投资者都明白税收效率的重要性。那么随着时间的积累，纳税所造成的破坏性究竟有多大呢？

我们来举个简单的例子：你挣了1美元，你有能力使每年收益翻番，一直持续20年。我们都知道一种投资游戏——复利，对吧？

过了1年，1美元变成了2美元；

过了2年，变成4美元；

过了3年，变成8美元；

过了4年，变成16美元；

过了5年，变成32美元。

你不能用计算器，猜猜看，这样过了20年，你最初的1美元增值到了多少钱呢？

不要作弊。花点时间猜猜看。

通过复利的魔力，20年后，最初的1美元变成了1048576美元！这就是复利令人难以置信的神奇力量。

作为投资者，我们自然想要充分利用复利如此巨大的力量。不过，投资游戏并不是这么简单。在现实世界里，政府首先要你掏钱纳税。税务员正盯着他想分到手的那一块饼呢。在和上面的例子同样的情形下，如果必须交纳所得税，其影响会有多么大呢？还是不要用计算器，先猜猜看。如果你够幸运，每年支付的所得税税率只有33%，那么你觉得20年之后，你赚到的钱在交完税后，还会剩下多少呢？

不要往后翻，偷看答案，花点时间，认真猜猜看。

好啦！如果税前投资收益是1048576美元……嗯，交纳33%的所得税后，剩下的投资净收益差不多只有75万美元吗？或者可能更少，只有50万美元吗？再想想。

现在我们接着往下看。在现实世界里，在新的一年开始，复利赚钱机器再次把你的钱翻番之前，我们首先要拿出钱来足额交纳上一年的投资收益所得税，那么税收的吸钱威力，是不是也会像复利的赚钱魔力一样，大到不可思议的程度呢？假设每年投资收益的所得税税率为33%，同样是经过20年之后，最后你实际获得的税后投资收益只有2.8万多美元。

没错，只有大约2.8万美元！不用每年交纳所得税让你得到的投资收益接近105万美元，而每年交纳33%的所得税后，你最终拿到手的投资净收益只有2.8万多美元。相差100多万美元——还没算上州税呢！在某些州，比如加利福尼亚州、纽约州和新泽西州，州里征收的所得税也不少。所以你最后拿到手的税后净收益肯定会更低。

当然，在这个例子中，每年收益翻番只是假设，你在现实世界中永远看不到这么高的投资收益率。但是这个简单的例子说明，如果我们忽视考虑税收对财务规划的巨大影响，其后果可能会很严重。

鉴于事情发生在华盛顿州，你认为未来几年的所得税税率会更高还是更低呢？

（你甚至根本不需要回答上述问题。）

在本书第五部分，我会告诉你“投资门路”，直到现在为止能够得到这些投资门路的人，只有经验丰富、手法老到的投资者，或者“超级富豪”。我会让你看看那些最聪明的投资者做了什么——如何避开所得税，《纽约时报》称之为“专给富人的内线秘密”。它就是得到美国国税局批准的避税方法，让你可以免交所得税，从而大大加快财富积累的速度。你不需要是富人，也不需要是名人，普通人都能使用。这种合理避税的方法，基本上能让你的财务增加速度加快25%~50%，帮助你更快地实现财务独立。不

过，具体能快多少取决于你的税级。

没有成为自己的主人，就永远不是自由的人。

——爱比克泰德

但是，不管你有没有制订退休养老规划，未来都在飞速到来。根据美国退休养老研究中心的研究，53%的美国家庭未来“处于危险之中”，因为他们退休后没有足够的收入来继续维持现在的生活水平。一半以上的家庭啊！记住，1/3以上的劳动者所储蓄的养老金还不到1000美元（不包括社会保险养老金和自有住房价值），60%的劳动者所储蓄的养老金不到25000美元。

怎么会这么少呢？我们不能把这一切都归咎于经济不景气。储蓄危机早在最近这次经济危机之前就开始了。2005年，美国的个人储蓄率为1.5%；2013年，它是2.2%（在危机最严重的时候超过了5.5%）。这是怎么回事呢？我们并不是孤立生活的。我们知道需要储蓄更多，以积累资本做投资。我们为什么没有真正这样做呢？是什么阻碍我们不能更多地储蓄呢？

首先，我们必须承认，人类行为并不总是理性的。有些人花钱买彩票，尽管知道赢得强力球头奖的概率是1/175000000，而我们遭到雷劈，即闪电击中的概率都比它大251倍。事实上，看看下面的统计数据会让你大吃一惊：美国家庭每年花在彩票购买上的钱平均为1000美元。我第一次听到这个统计数据是我的朋友什洛莫·贝纳茨——加利福尼亚州大学洛杉矶分校的著名行为金融学教授——告诉我的。我的第一反应是：“不可能有这么多！”其实，在我最近一次举办的研讨会上，我问现场观众：“买过彩票的人请举手。”结果现场5000名观众中，举手的还不到50人。如果5000人中只有50个人买过彩票，而平均每年购买彩票要支出1000美元，那么这就意味着很多人每年买彩票的实际支出大大高于1000美元。顺便说一下，最高纪录保持者是新加坡，平均每个家庭每年花费4000美元来购买彩票。你能不能大致估计一下，如果把每年买彩票的1000美元、2000美元、3000美元、4000美元拿出来做投资，每年的收益按照复利不断增长，最后价值会增长到多少呢？在下一章中，你会发现只需要很少的本金，通过投资理财使本金不断增值，就能把自己的养老金积累到50万～100万美元，甚至更多，而且几乎不需要投入时间管理投资。

现在，我们把讨论的话题转到了行为经济学上，让我们寻找一些小技巧，它们能够造成贫穷与富有的巨大差别。行为经济学家努力想要弄清楚，为什么我们会在财务上犯下错误，如何无意识地轻易改掉这些错误。听起来很酷，对吧？

丹·艾瑞里是杜克大学著名的行为经济学教授。他研究我们的大脑如何经常愚弄我们自己。人类的进化依赖于视觉，人脑的大部分都致力于处理视觉信息。但我们的眼睛经常误导我们。你如果不相信，就看看下面的例子。下图是两张桌子。

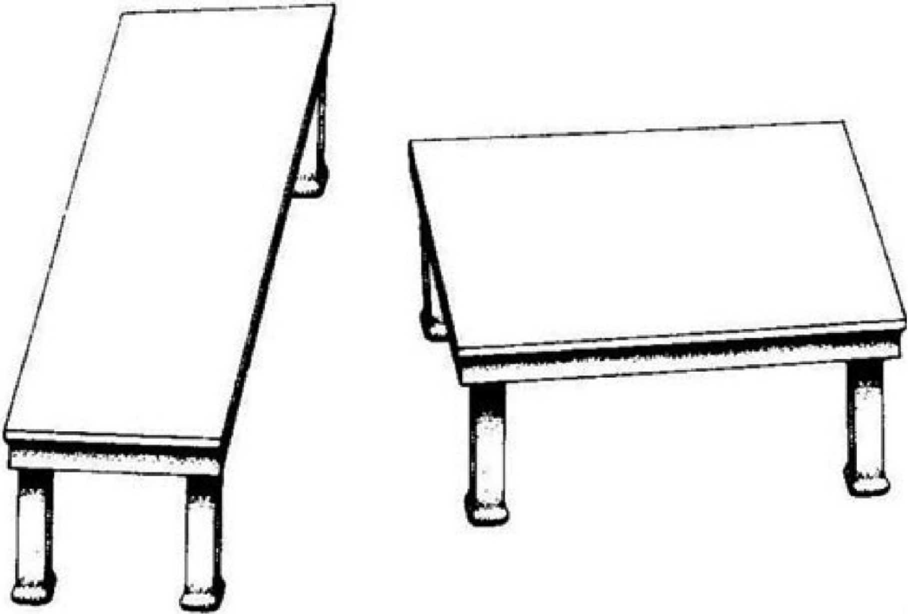


图2–1

如果我问你，哪张桌子更长，是左边窄的桌子，还是右边宽的桌子呢？大部分人会自然而然地选择左边窄的桌子。如果你也给出了同样的答案，那么你就错了。两张桌子的长度一模一样。（你不相信，自己动手量一量吧。）不服，好，我们再来一次。

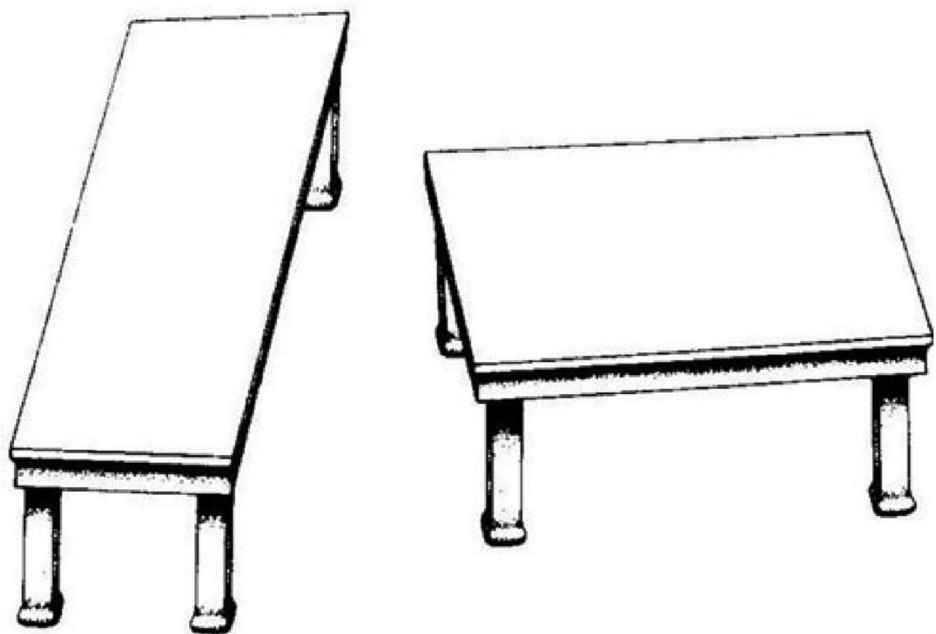


图2–2

同样一张图，同样的两张桌子，哪张桌子更长呢？你是不是还觉得左边窄的桌子更长呢？你甚至敢赌上一把。你已经知道答案了，但是你的大脑仍在继续欺骗你。你就是觉得左边窄的桌子看起来更长。你的眼睛所看到的跟不上你的大脑所想到的。“我们的直觉一直在愚弄我们，利用不断重复、事前可预测、始终不变的方式。”艾瑞里在那次令人难忘的TED演讲中说，“对此我们束手无策。”

俗话说眼见为实，事实表明并非如此，我们眼睛看到的东西也会出错。要知道，从理论上讲看东西还是我们人类非常擅长的领域，那么换成我们不擅长的领域，我们犯错的概率会有多大呢？比如财务决策。无论我们认为自己做的财务决策是出色的还是糟糕的，我们内心理所当然地认为自己能够掌控自己所做的决策。然而，科学表明事实并非如此，我们无法掌控自己的决策。

就像上述的视觉错觉一样，我们做决策很容易受到错觉影响。艾瑞里在接受采访时告诉我，我们很多决策错误都要归咎于“认知错觉”。举个比较恰当的例子，你明天要去当地的车辆管理局回答一个关键问题：“你愿意捐赠器官吗？”你认为自己会如何回答呢？有些人会马上回答“愿意”，认为自己很无私、很高尚。另外一些人可能会沉默不语，或者犹豫不决，或者可

能会回避这个可怕的问题，拒绝回答。也许你可能会推辞说自己需要时间考虑。但无论你的决策是什么，你认为自己的决策都是自主决策，完全基于个人的自由意志，我的事我自己说了算。你是拥有完全行为能力的成年人，完全可以自主决定是否捐赠个人器官去挽救他人。

但实际情况是另外一回事，你的决策在很大程度上取决于你居住的环境。如果你住在德国，你同意捐赠器官的概率是1/8，即约12%的人会同意捐赠器官。而德国的邻国奥地利，有99%的人愿意捐赠自己的器官。瑞典人愿意捐赠器官的比例是8%，丹麦人只有4%。这到底是怎么回事，为什么会有这么大的差异呢？

是宗教因素，还是恐惧因素？是文化差异吗？结果表明这些都不是原因。器官捐赠概率的巨大差异，与你个人或文化因素没有一点儿关系。这完全取决于车辆管理局表格上的话是怎么写的。

在器官捐赠概率最低的国家，如丹麦，表格上有个选择框，上面写的是“如果你愿意参加器官捐赠，在此打钩”。而在器官捐赠概率最高的国家，如瑞典，表格上写的是“如果你不想参与器官捐赠，在此打钩”。

这就是秘密所在。没有人喜欢在确认的选择框里打钩。这不是因为我们不愿意捐赠器官，只是人性懒惰，不想费事而已。就是那么一点点的惰性，造成了世界上的差别。

如果碰上的问题非常严重，那么我们容易被吓呆，一动不动，什么也不做，或者想也不想，只是被动地按照别人说的去做。这不是我们的错，我们天生就是这样处理事情的。人们在器官捐赠的问题上很犹豫，并不是因为不关心，而是因为太关心了。做出决定很困难，也很复杂，很多人根本不知道应该做什么。“因为我们不知道应该做什么，所以我们就去依赖别人，别人怎么定我们就怎么做。”艾瑞里说。

同样的惰性，或者说被动地接受别人给我们所选的路，有助于解释为什么只有1/3的美国工人充分利用了现有的退休养老金计划。同样的原因也可以解释为什么只有少数人为自己的未来制订了财务规划。长期的财务规划看起来太复杂了。我们不知道该做什么，所以我们干脆撒手不管，什么都不做。

艾瑞里告诉我，提到有形的物理世界，我们很清楚自身的能力是有限的，于是想办法用设计和建设来克服这些限制。比如，我们建造了台阶、坡道和电梯，让自己走得更远，上得更高。“但出于某种原因，在设计医疗保健体系、退休养老体系和股票市场体系时，我们不知道为什么就忘了我们的能力是有限的。”艾瑞里说，“我认为，如果我们能够认识了解我们大脑

认知的局限性，就像我们认识了解自己身体的局限性一样，我们就能把整个世界设计得更美好。”

还记得瑞·达利欧所说的吗？要进入丛林，他会问自己的第一个问题是：“我不知道的有哪些？”如果知道自己的局限，你就能适应调整，进而取得成功。如果不知道自己的局限，你就会受到伤害。

我写本书的目的是要唤醒众人，传授给他们知识和工具，让他们马上可以掌控自己的财务生活。我创建的投资理财规划非常简单易行。为什么？因为投资理财规划，如果用起来太复杂、太难、太花时间，人们就会停止使用。正如我们在车辆管理局的表格上看到的那样，复杂是执行的敌人。正是因为这个原因，我将这个投资理财规划分为简单的7步，而且开发了一个功能强大的手机App，它完全免费，用来一步一步地指导你完成这7个步骤。你可以一边前行一边检查自己的进度，每完成一步就要庆祝一次。这个手机App会支持你，回答你的问题，甚至在需要的时候提醒你一下。因为你会变得兴奋激动，努力追求最美好的目标，可是也会偶尔分心或出现惰性，这会让你偏离目标。设计自动化系统的目的就是要防止你出现这样的情况。猜猜看，你做好之后的结果会如何？你一次做好了，就一劳永逸。你的投资理财规划已经按部就班地执行到位，从此之后，你只要每次花上一小时，一年只需一两次检查一下，确保自己的航向正确就行了。有什么理由不坚定原来的路线继续前行呢？这条路让你能够得到终身的财务安全、财务独立、财务自由，而且它耗时很少，能让你把足够多的时间用在对自己至关重要的事情上。

我希望，读到这里，你的大脑正在激烈地做思想斗争。我知道，到目前为止，你有太多东西需要好好思考，但是我承诺，要给你的财务生活创造出持续性的突破进展，我想让你清楚地了解前面要走的路。所以，让我们一起快速浏览一下通向财务自由的简单7步投资法吧。

如果你属于在博客、推特、微博中长大的一代，我猜你会不耐烦地说：“就简单的7步，这么一点东西，你竟然写了一大本书！你为什么不把这7步总结成一句话或者浓缩在一张图表里呢？”我可以做到。但知道信息是一回事，真正理解信息并遵照执行又是另一回事。不能被贯彻执行的信息，一点儿用也没有。记住，我们被淹没在信息的海洋里，但我们真正渴求的是智慧。

所以我先要改变你的思维，然后才能为后面的每一步做好准备。只有通过这种方式，你才能为采取必要的行动做好准备，才能保证自己按照这七步一步一步地前进，最终实现财务自由。

我撰写本书的目的是让你掌握一个主题，而这个主题正折磨着大多数人，

因为他们从来没有花时间掌握其中的基本技能来让自己彻底摆脱痛苦。掌握意味着深入理解——谁都能读完后记住内容，这样便觉得自己学会了其中的东西。但真正要掌握它，你需要经过三个层次。

第一个层次是思维认知上的理解，即你理解概念的能力。这个层次我们每个人都能达到。许多人对个人理财和投资都有一些认知理解。但是你的认知理解，再加上3美元，差不多够给你到星巴克买一杯咖啡。我的意思是信息本身并没有价值，所以认知层面上的理解仅仅是第一步。

想要开始得到真正的价值，你必须进展到第二步，即心理情绪上的控制。一遍又一遍地重复，次数多了，你自然就知道了，这些东西激发出你内心很多的情感——欲望、渴望、恐惧和担忧，现在你能意识到这些东西了，也能持续运用你学到的东西了。

但最终的掌握是身体行动上的掌握，也就是说，你不用想自己做什么，你的行动成了你的第二天性。要想达到身体行动上的掌握，唯一的方法就是不断地重复、重复、再重复。我的那位杰出的人生导师吉姆·罗恩告诉我，重复是技能之母。

我讲一个典型的例子，正是我觉得自己能力比较欠缺的领域——跆拳道。我20岁出头的时候，很想拿到跆拳道黑带（最高等级），我有幸认识了李俊九大师，还成了他的好朋友。就是他把跆拳道带到了美国，他训练指导过李小龙和拳王阿里。我跟李大师说，我想用历史上最短的时间获得黑带，为了打破这一纪录，我什么事情都愿意做，刻苦训练，完全投入，严守纪律。李大师同意和我一起旅行，在旅途中指导我完成训练。训练非常残酷！我首先要工作，举办研讨会，培训讲课，之后再去场馆内参加训练，我凌晨1点赶到，然后李俊九大师指导我训练三四个小时。这样下来，我一天最多只能睡上4个小时。

有天晚上，完全相同的一个动作，我练了很长时间，特别长，至少练了300遍。我实在受不了了，转身问大师：“大师，我们什么时候可以练下一个动作啊？”他看着我，很严厉，回答道：“你这个家伙，跟个蚂蚱一样，一点儿耐心也没有，你现在练的就是下一个动作。其实，你根本分不清你现在练的这个动作和前面练的那个动作间的区别。这就表明你还是个业余爱好者。能不能看出这些细微的差别，就是专业大师与业余爱好者之间的差距所在。要掌握，就需要这种精细的重复。多重复一次，你才能多学一点儿。”

你明白我的意思了吗？我写书时，也有意做了这样的设计安排，让你不能只用一个下午就能轻松地翻完它。

本书完全不同于你以往读的任何一本书，因为它体现了我非常独特的教学风格。我会问你很多问题，有时你看到的一些事实情况和话语，你在前面已经读过了。你还会看到很多感叹号，这可不是编辑错误！我是有意使用这种技巧的，标记出关键思想，把知识牢牢嵌入你的大脑、身体和心理，让你的这种行为变成自动反应。那时，你就会开始看到成果，收获你想要的也是应得的回报。你愿意接受挑战吗？

要记住：这不仅是一本书，它还是一个行动方案。每一章的设计，都是要帮助你从投资理财的角度正确地理解自己的水平，帮助你缩小实际与期望之间的差距。让你来做这些功课，目的是要武装你。这不只是为了你的今天，更是为了未来的人生做好准备。我知道，你会在不同的阶段重新阅读本书，然后把自己再提升到更高的水平。

## 第一部分 欢迎来到丛林：旅程从这一步开始

就像所有伟大的冒险家一样，我们一开始先要为旅程确定方向。在第一部分第4章，你会学习了解到更多关于财富心理学的知识，分析阻碍我们积累财富的心理因素，并学习一些简单的解决之道。你会发现投资真正的目的是什么，从而释放出最佳财务突破策略的巨大力量。然后，在第5章，我们就要像火箭发射一样点火升空了，从此开始你的简单7步投资法。在这里你会迈出第一步，做出一生中最重要的财务决策。这一章是必读内容。你会学到哪怕只用很少一点的钱作为原始本金，只要学会运用复利的神奇力量，你就绝对可以实现终身财务独立，即使你的收入不高，也没有交上好运。要想激活这套投资理财规划，你首先要把省出的一部分收入作为储蓄以积累本金，来投资赚取复利收益。之后你不再是经济上的消费者，而是一个所有者——一个投资者，为未来押注。你会学会如何打造自己的自动赚钱机器，这个系统将会为你创造终身收入，即使在睡觉，你也照样能赚钱。

## 第二部分 成为内行：加入之前先了解游戏规则

也许你听说过这句老话：“有钱人碰到有经验的人，最后的结局是，原来有经验的人带着钱走了，有钱人只带着经验走了。”既然现在你决定要成为一个投资者，本书第二部分会给你解释一些投资游戏的核心规则，好让你不会轻易地输掉比赛，不会成为那些很有经验的游戏高手的猎物。证券市场就是瑞·达利欧所说的投资丛林，路线图会告诉你穿越投资丛林的行进路线，里面所有危险的区域都标上了大大的红X。它们都是那些市场营销人士编造的投资神话——有些人称之为投资谎言。那些投资机构设计安排这些投资谎言是有套路的，目的是一步一步地把你跟你的钱分开。你会了解到为什么基金公司广告上吹嘘的投资业绩并不是你实际能够得到的投资

业绩。我知道这听起来不可思议，但是，你认为1%的管理费就是你所支付的所有成本费用吗？其实，这只是潜在十几项费用中的一种。平均而言，每只公募基金会吃掉你长期潜在投资收益的60%！记住，只学习第二部分其中的一小部分内容，你就能省下25万～45万美元。即使你未来一生的投资收益保持不变，这也能让你的口袋里又多出25万～45万美元！这个数据，我并不是随口乱说的，也不是胡乱推算的，这都是基于白纸黑字的学术研究成果。我们会讨论那些推销到期日基金和免佣金基金的投资广告的宣传骗术，传授你一些投资真知来武装自己，保护自己免受那些投资机构的欺骗。它们经常会定制一些产品，专门设计一些投资策略，但是这样做的目的是使投资机构自己的利益最大化，而不是为了使个人投资者的利益最大化。读完本书的第二部分后，你就可以迈出你简单7步投资法的第二步了，即使你只有很少的一点儿本金，你也可以像一个内行一样去做投资了。

## 第三部分 梦想的代价，让游戏能赢

我们来一起探索你的财务梦想，设立一些切实可行的目标，让你确实有可能赢得投资游戏。很多人根本不了解他们究竟需要多少钱，才能获得财务安全、财务独立、财务自由，或者他们脑子里所想象的目标财富金额非常巨大，以至被吓坏了，无从制订一个以此为目标的投资理财规划。但是在第三部分第15章你会弄清楚你真正想要的金钱目标是什么，这个符合实际的目标会让你非常激动，特别是当你意识到你的梦想比你想象的还要近的时候。这不仅是梦想，而且你会把这个梦想变成现实，方法是实践一个投资理财规划，我将在第16章中详述。对于不同的人来说，实现人生梦想的投资理财规划并不相同，我们开发了一个软件，用来为你量身打造专属于你的投资理财规划。你可以通过网页或者手机应用程序定制，做好规划后你可以保存下来，以后想怎么修改都行，直到你找到一个真正切实可行的投资理财规划为止。如果你觉得自己实现梦想的速度不够快，我会在第三部分告诉你利用五种方法来加快速度。等你走完了第三步，你不但知道如何积累财富来支撑自己未来幸福自由的退休生活，也会知道如何一边前进一边享受一路的风景。

## 第四部分 做出你一生最重要的投资决策

现在你已经能像内行一样思考了，你也知道了投资游戏的重要规则，你还学会了如何把这个游戏变成你可以获胜的游戏。现在时间到了，你需要做出一生中最重要的投资决策——该把自己的钱投到哪里呢？每部分投资占所有资金的比例有多大呢？这就是资产配置。每个诺贝尔经济学奖获得者，每个对冲基金经理，每个顶尖的机构投资者，每个专业投资人都告诉我，资产配置是成功投资的关键，但是基本上99%的美国人只知道一点

儿，甚至根本不懂资产配置。为什么？也许是因为资产配置看起来太复杂了。不过在第四部分第22章，我会把资产讲得非常简单易懂，还会向你演示到哪里去找专家在线帮助你做好资产配置。合理的资产配置就好像把你的投资分开放到两大类不同的木桶里。第一类木桶非常安全，能给你带来心灵的平静，而第二类木桶的风险就大得多了，但是可能会有更大的收益增长潜力。这就是终极木桶清单！它是不是非常简单易懂呢？当你完成了第四步后，你不但知道如何从没钱变得很有钱，而且知道如何一直守住财富。

## 第五部分 只赚不赔：创造一个终身收入计划

如果没有钱花，那么投资对你的生活有什么好处呢？大多数人过去一直专注于把更多的钱投入401（k）养老金投资计划，或者投入个人退休金账户里面。时间一长，这就成了习惯，结果他们忘记了未来，他们需要像花掉工资收入一样花掉投资账户里的钱。由于投资账户的余额会变动（记住并非只会上涨！），我们必须制订一个收入计划并且让这个收入计划保持稳定。还记得2008年股市大崩盘吗？如何在下一次遇到股市大崩盘时，保护自己免受重大伤害呢？如何建立一个良好的投资组合，让你可以避免因急欲补偿损失而低价出售同一种证券，结果导致双重损失的结果呢？你怎么知道你不会最终落到大多数人最恐惧的人生结局——钱花没了，人还活着呢？你很长寿，这是上天赐给你的福气，但如果你老了，钱却花光了，你就不会觉得自己有福气了。在第五部分里，我们会给你深刻的洞察力，帮你解开金融界保守得最严密的秘密，帮助你研究设计出一个靠谱的终身收入计划——一份确定的收入源源不断地流进你的账户。此时你的心里就有底了，能够获得财务心理上真正的平静。我们会探索创造性的投资方法，让你能够完全停止亏损或者把亏损限制在非常小的范围之内，同时增加你的收益——使用的投资工具就是银行、大企业和一些世界上最有钱的人所青睐的投资工具。他们知道，而你不知道的投资秘诀是什么呢？那就是如何让你只有赚钱的可能而没有亏钱的可能，而且确保你的收益不被税收吃掉。

## 第六部分 像万里挑一的大师那样投资：亿万富翁战术手册

关于全球经济状况，我们很想知道，未来面临哪些有利因素和挑战——我们如何发展到现在的这种状况？未来全球经济又会发展成什么样子？关于这些问题，我将会介绍世界上思考最透彻而且影响力最大的思想家的分析。然后，你会遇到12位杰出的投资游戏大师，在金融界他们个性最鲜明、成就最卓越，你可以学习12位顶尖投资高手的投资策略，这正是指引你稳稳地取得非凡业绩的投资秘籍。我会问保罗·都铎·琼斯，1987年他是如何预测到美国股市“黑色星期一”大崩盘，从而一个月就获得60%的收益

的；21年后，在整个股市下跌近50%的大熊市里，在整个世界似乎要再次崩溃的经济环境中，他又是如何逆市获得近30%的收益的。此外，我们还会分析他是如何避免亏损，如何安然地度过每一种你能够想象得到的市场波动期，一分钱没亏过，连续28年获得盈利的。你在这一部分还会遇到更多的投资大师，比如查尔斯·施瓦布、卡尔·伊坎、托马斯·布恩·皮肯斯、瑞·达利欧、约翰·博格，他们并非出生于富贵人家，只能依靠自己的努力奋斗，逐步从贫穷到富有。他们是如何成为投资的顶尖高手，进而积累了巨大财富的呢？我会问这些顶尖的投资高手，金钱对于他们来说意味着什么。我还会揭开他们实际的投资组合中都有哪些股票。等你走完第6步，你就知道那些万里挑一的投资高手是如何投资的了。

## 第七部分 只管去做，尽情享受，尽情分享

在第七部分，我们会制订一个行动计划，帮助你过上更美好、更充实、更富有、更快乐的生活。我们会讨论如何坚定目标，运用突破性的新技术，让你未来的生活比你想象的更加美好，甚至在不久的将来就能实现，我敢保证这会让你大吃一惊。这一点与大多数人的想法完全相反。美国全国广播公司联合《华尔街日报》进行的一项民意调查表明，76%的美国人，比例创历史新高，认为孩子未来的生活水平会比自己这一代更差！但你会以内行的眼光来分析我们这个时代最卓越的大脑对未来的分析预测。我们会倾听两位大师的高见，我的朋友雷·库兹韦尔，人称当代爱迪生，还有X奖的创始人彼得·戴曼迪斯，他们会畅谈最新的科技创新：把你的个人电脑变成制造工厂的3D打印机，自动驾驶汽车，帮助截瘫患者重新行走的外骨骼，单细胞长成的假肢，这些科技创新会在很近的将来显著地改变我们的生活。我希望这些能激励你，也让你看到，即使有些地方做得很糟糕，在财务方面的行动没有整合好，你仍然能得到更高的生活品质。对于那些掌握了这些资源，并且能够按照我们制定的投资理财规则采取行动的人而言，你的未来拥有无限的可能、无限的机会、无限的幸福。

我们用一个简单的事实来圆满地结束本章：生活的秘诀就是给予。与他人分享，不仅会大大提高你的生活品质，也会大大提升你的快乐体验。你会学到一些新技术，让你给予的过程既没有痛苦又快乐有趣。当你充实了思想又积累了财富，实现了物质和精神双丰收后，我希望你能做得更好，让自己有充足的能力去帮助他人。别忘了，你现在就是我们的搭档。你在读本书的时候，其实你买书的钱有一部分已经捐出来了，我们一起捐赠餐食给缺少食物的人。

我相信，人们寻找的不是生活的意义，而是活着的体验。

——约瑟夫·坎贝尔

以上就是实现财务自由的简单7步投资法，我尽可能讲得通俗易懂。现在该你采取行动了，按照这7步法，一步一步地前进，每次一步，直到完成任务，达成财务自由的终极目标。

你想如何读完整本书呢？用什么方式阅读最适合你呢？我们现在也一起制订一个简单的阅读计划吧。有些人可能会抽出一个周末，坐下来一口气读完整本书。你要是这样做了，那么你就和我一样疯狂一样痴迷，我们真是志同道合！如果你不能抽出整整一个周末的时间，那就换个轻松的方式，比如一天读一章，或一周读一部分。有空就读上几页，几周后你就能把书读完了。不管采用什么方式，只管去读吧。

这是决定你一生的投资理财之旅，这是值得你努力学习掌握的投资理财之旅！来，我们一起出发吧！

# 第3章 利用复利魔力：做出一生最重要的财务决策

我的财富来自三种要素的结合：生活在美国、一些幸运的基因、复利。

——沃伦·巴菲特

我们现在开启投资自由之旅吧。利用复利的魔力，创造出真正巨大的财富。这并不是那种快速致富的计划，这也不是大多数人想的那种会让自己实现财务自由或者发财致富的计划。大多数人想的是“挣上一笔大钱”——发上一笔意外之财，然后他们觉得自己就会一直幸福地生活了。

但是我们还是面对现实吧，我们要谈的并不是“挣钱”致富。这是几百万名美国人重大的认识错误。我们误以为，只要自己工作更努力、更聪明、工作时间更长，就能实现自己的财务梦想。但只靠薪水，不管它有多高，都不能让你真正富有，实现财务自由。

我想起了这条真理，是在最近访问著名经济学家伯顿·麦基尔的时候，他写过一本金融行业的经典名著《漫步华尔街》。我专程前往普林斯顿大学拜访麦基尔教授，因为我不仅非常钦佩他的业绩，而且非常钦佩他直截了当的说话方式。不管是写作还是接受采访，他给人的印象都是直来直去的——我去见他那天也不例外。我想听听麦基尔教授的高见：在投资生涯的各个阶段，面临那些投资陷阱，人们应该如何应对呢？我想就我们可能面临的误区，听听他的见解。毕竟，麦基尔帮助投资界创立和发展了指数基金这个投资概念。指数基金能让一般投资者模拟整个市场进行投资；指数基金能让一般投资者，哪怕只有很少的资金，也能拥有整个股市的一部分，从而实现真正彻底的分散投资，而不必因为自己的财力和能力有限，只能购买一两只股票。如今，这类指数投资的资产规模超过7万亿美元！在我计划采访的很多投资大师中，麦基尔教授最有资格帮我拨开迷雾，看透证券市场那些投资机构的虚假广告宣传，戳穿那些投资机构故弄玄虚的专业术语，真实评估我们当前的投资环境。

我问麦基尔教授，大多数人刚开始投资会犯下的最大错误是什么。他没有丝毫犹豫，直截了当地告诉我：大多数人开始投资时，没有充分利用复利难以置信的巨大威力——复利能够利滚利，拥有翻倍再翻倍的增长魔力。

复利是力量无比强大的工具，以至爱因斯坦称复利是人类历史上最重要的发明。但是我心里嘀咕，如果复利真的有那么巨大的威力，那么为什么充分利用复利威力的人那么少呢？为了描述复利指数增长的威力，麦基尔教

授和我分享了孪生兄弟威廉和詹姆斯的故事。他们两个人的投资策略简直是天壤之别。麦基尔教授在自己的书里讲过这个例子，所以我很熟悉。但听他亲口讲述，感觉非常美妙，有点儿像听81岁的布鲁斯·斯普林斯汀在自家客厅里表演有声版的《天生就会跑》一样。这个故事讲的是，孪生兄弟哥哥威廉和弟弟詹姆斯刚刚年满65岁，刚好到达男士传统的退休年龄。威廉投资起步比弟弟早，20岁的时候就开立了退休金账户，接下来20年里每年投资4000美元。到40岁的时候，他就不再往退休金账户里投钱了，而是把钱放在免税的投资领域，以获得每年10%的税后净收益。

弟弟詹姆斯一直到40岁才开始储蓄养老金，而他哥哥这时已经停止储蓄了。像他哥哥一样，詹姆斯每年投资4000美元，每年也能获得10%的收益，而且免税。但他一直这样投资持续到65岁——整整25年。

总的来说，哥哥威廉投资起步早，一共投入8万美元（4000美元/年×20年，每年投资收益率为10%）。而弟弟詹姆斯投资起步晚，一共投入10万美元（4000美元/年×25年，每年投资收益率为10%）。

那么到65岁退休的时候，兄弟俩谁的账户里的钱更多呢？

我知道麦基尔所讲的这个故事的结局，但他讲故事时充满愉悦和激情，好像第一次给别人讲这个故事一样。答案当然是起步早但投入少的那位哥哥威廉积累的钱更多。他比起步晚且投入更多的弟弟詹姆斯多赚多少钱呢？多了600%。

现在让我们暂时回到过去，把这些数据放在历史环境中考虑一下。如果你是千禧一代或者是婴儿潮时代出生的人，一定要仔细看看下面这段话。你会知道，这个投资建议对你非常适用，不管你现在处于人生的哪个阶段，它都非常适用。如果你现在已经35岁了，突然明白了复利的巨大威力，你会觉得自己要是能早十年，25岁时就开始不断储蓄和投资利用复利来积累财富，那该有多好啊；如果你现在45岁，那你会非常希望自己能在35岁时就开始这样做了；如果你现在60多岁或者70多岁，你会想，如果自己能在十年前50多岁或者60多岁时就开始这样做，不断储蓄和投资利用复利来积累财富，那么自己可以积累起多么大一笔财富啊。如此类推，越早开始越好。

在麦基尔所举的例子中，两个孪生兄弟威廉和詹姆斯，哥哥威廉开始为养老储蓄投资的时间比较早，尽管在他弟弟开始储蓄投资之前他就停止追加投入了，但还是最终赚到了接近250万美元。而他的弟弟詹姆斯尽管一直储蓄且不断投入资金连续25年，直到65岁退休时总共积累的财富还不到

45万美元。兄弟二人65岁时同时退休，但财富差距超过了200万美元！这都是因为威廉开始投资的时间早，充分利用了复利的巨大威力，使财富多增值了20年，结果给自己带来了无比巨大的领先优势。这样积累的巨大财富，让威廉的后半生衣食无忧，过上了相当富有的生活。

山顶上的人不是从天上落到山顶上的。

——文斯·隆巴迪

你是不是还不太相信，复利，长期而言，是唯一效果确定的方法呢？它能够让你的种子资金通过投资金融证券不断增值，让你最终获得丰厚收入，积累起巨大财富，足以满足你未来的需要。麦基尔分享了另外一个他非常喜欢的故事，从中你可以深刻领会他的观点。这个故事来自美国的历史教科书。当本杰明·富兰克林在1790年去世的时候，他分别留给波士顿和费城1000美元。他的馈赠附带了一些条件，具体而言，这些钱必须用来投资，而且未来100年都不能动。100年后，每个城市从账户中取出50万美元，用于指定的公共设施建设项目。账户剩余的钱在下个100年还是不能动，继续投资。最终，富兰克林去世后的200年里，美国股市的平均年复合收益率为8%，每个城市都得到了其余的捐赠资金——1990年，接近650万美元。想象一下，1000美元竟然能够增值到650万美元，而且没有追加1美元的资金。

怎么会增加这么多钱呢？完全是复利的巨大力量！

是的，200年的时间确实很长。但3000%的累计收益率，值得如此漫长的耐心等待。

麦基尔举的例子表明，我们内心早就认同了复利的力量：对于大多数人来说，我们现在的财富水平和我们想要的财富水平之间有着巨大的差距，只靠工作赚到的收入是永远无法填补的。因为只靠工作赚到的收入，永远无法比得上复利积累财富的巨大威力。

如果只看经济方面的理由，有钱要比贫穷好。

——伍迪·艾伦

你还是认为自己只靠工作赚钱就能实现财务自由吗？我们来快速浏览一些案例，看看那些世界上工作收入最高的人能不能最终实现财务自由。

传奇棒球投手科特·席林的职业生涯神奇得简直不可思议，帮助波士顿红袜队夺得了两个世界大赛总冠军，自己挣到了1亿美元。但是后来，他把自己所有的积蓄都投入了一家网络游戏创业企业，结果企业破产了——席林

也破产了。“我从来不相信有人能击败我。”席林接受娱乐体育节目电视网的采访时说，“但我创业确实输了。”

过去赚到1亿美元的席林，现在负债5000万美元。

金·贝辛格是她那一代最受欢迎的女演员之一，在电影《爱你九周半》《蝙蝠侠》和《洛城机密》等热门影片中所扮演的角色令人难忘，因此获得奥斯卡金像奖最佳女配角奖，成为闪耀大银幕的超级巨星。作为最受欢迎的女演员之一，在事业的巅峰期，贝辛格平均每部电影的片酬高达1000万美元——她拍两部电影就能赚上2000万美元，这足够她在佐治亚州买下整整一座小镇了。

贝辛格最终却破产了。

马文·盖伊、威利·纳尔逊、M.C.哈默、密特·劳弗，这些歌星的专辑卖出了几百万张，开个演唱会就能让体育馆挤满歌迷。弗朗西斯·福特·科波拉导演了美国最伟大的电影之一《教父》，他能让影院爆满，至少在一段时间内确实如此，并创下了1.29亿美元的历史最高票房纪录。

但是这些巨星都曾濒临破产——科波拉大导演曾三次濒临破产。

“流行音乐天王”迈克尔·杰克逊，据报道曾签署一份价值近10亿美元的唱片合约，唱片销量超过7.5亿张。尽管如此，迈克尔·杰克逊2007年濒临破产，因为无法偿还梦幻庄园2500万美元的贷款。杰克逊花钱就像他永远也花不完一样，但是后来他还是花完了。两年后，杰克逊去世。据报道，他负债超过3亿美元。

你觉得，这些巨星会认为有一天自己的钱会停止流入吗？你认为，他们有没有考虑过为这一天做好准备呢？

你有没有注意到，不管你的工作能挣多少钱，你总有办法把它全部花掉？看看上面的例子，你可以清楚地看到，不只普通人，那些巨星也是如此。我们似乎都有方法挣多少就花多少，我想，有些人肯定花的比挣的还要多。我们经常看到，正是因为这个原因，很多超级巨星，尽管赚的特别多，但后来都一落千丈，穷到要破产——就像有些职业拳击手，靠比赛赢的钱比自己做梦梦到的还要多，可是后来花了个精光，还欠了一屁股债，在财务上输得如同在拳击台上被重重击倒。最典型的例子是，前世界重量级冠军迈克·泰森从富到穷再到破产的经历，他打拳赚到的钱超过历史上任何一位拳击手——接近5亿美元，后来却破产了。但是得到5个级别世界拳王金腰带的弗洛伊德·小梅威瑟，将要打破泰森的拳击收入纪录。跟泰森一样，小梅威瑟也是从一无所有的贫困生活中，一路“打”出来的。2013年9

月，小梅威瑟在与卡内洛·阿瓦雷兹的比赛中获胜，稳赚4150万美元。由于电视转播按照收视次数计费，这让他的收入分成增加到8000多万美元，创下了历史纪录。这还只是他一场比赛的收入！在一天获得如此巨额收入之前，他已经进入《体育画报》美国最赚钱的运动员“财富50强”的名单。我个人非常喜欢小梅威瑟。他是个非常有天赋的运动员——目前少数非常有职业道德的运动员之一。他对自己的朋友极为慷慨。这个人身上有很多令人欣赏的优点。然而，小梅威瑟经过一路辛苦打拼，终于荣登美国最赚钱的运动员“财富50强”的榜首，却因为自己疯狂购物、毫无节制和胡乱投资，结果失去了所有财富。据报道，小梅威瑟花钱非常随意，最典型的例子是，他随身携带一个背包，里面装满了100万美元的现金——只是为了让自己随时能到路易·威登专卖店购买最时尚的服饰。

像许多成功人士一样，这些体育冠军也是绝顶聪明的家伙，我希望小梅威瑟现在能够走上投资正路，但根据小梅威瑟以前的商业合作伙伴，而且绝对可以说是赚钱的权威人士“50美分”（美国说唱歌手、企业家、投资商）所说的，这位拳击冠军除了拳击以外根本没有其他收入。这个说唱巨星用浅显易懂的几句话总结出了拳击选手的投资赚钱之道：“拳击，挣钱，花钱，拳击。拳击，挣钱，花钱，拳击。”

听起来这种理财方式很荒谬，不是吗？不幸的是，我们在某种程度上也与此没有差别。工作，挣钱，花钱，工作——这就是美国人最典型的理财方式！

先听再说。写之前，先想。花钱之前，先赚。投资之前，先调查。批评之前，先等等。祈祷之前，先原谅。放弃之前，先试试。退休之前，先储蓄。临死之前，先赠予。

——威廉·阿瑟·沃德

这是关系4150万美元的大问题：如果既有才华又有好运的超级巨星，通过工作赚到那么多钱都不能实现财务自由，你又怎么能期望通过工作赚钱来实现财务自由呢？

你肯定不能！

但你能做到的是，简单地改变一下你的投资理财策略，接受一个全新的思维模式。你必须掌控并利用复利让财富指数化增长的神奇力量。复利的力量会完全改变你的人生！你必须从给钱当仆人的层次，提升到让钱给你当仆人的更高层次。

现在是时候了，离开看台，进入赛场，加入比赛吧。因为最终想要实现财

务自由，我们都必须成为投资者。

如果你已经是金融交易员了，你可能不会这样想，但如果你是为了生活、为了吃饭而工作，那你就是用时间换钱，甚至可以说是拿命换钱。坦率地说，这其实是你能做的最糟糕的交易。为什么？因为你总是能得到更多的钱，但你怎么也不可能得到更多的时间。

我不想讲得就像那些赚人眼泪的广告一样，但我们都知道生命无价，其实生命就是由很多分分秒秒构成的。你如果拿时间换钱，就会错过生命中的那些时时刻刻，就是拿命换钱。

当然，我们有时不得不错过一场舞蹈排练，或者错过一次晚上的约会，没办法，因为工作是你必须承担的责任，但我们需要经历那些时刻才能得到珍贵的记忆。这样的机会不是随时都有，想要就有的。

错过太多人生重要的时刻，你会开始怀疑，自己这样工作到底为了什么，这样做值得吗？

## 终极自动取款机

如果你需要钱，你去哪里取呢？你又不是世界冠军拳击手，背包里也没有装着100万厚厚的美元大钞，你需要什么样的自动取款机来取钱呢？

现在，我打赌，你生活中最主要的“赚钱机器”就是你自己。你可能也有一些投资，但是我敢说，你心里肯定没有把收入和这些投资联系到一起。你的工作停止了，你的赚钱机器就停止了，你的现金流就停止了，你的收入停止基本上意味着你的整个金融世界的运转就停止了，这是一个零和游戏，你放进去多少钱，意味着你能拿出来多少钱。

这样看来，你现在是另一种形式的自动取款机，只是对你个人而言，这是一笔“用时间换金钱”糟糕的交易，你实际上成了一个出卖时间的机器（更准确的表述是卖命的机器）。也许这听起来像科幻小说，但是对于大多数读者来说，这就是现实。你安排了这样的事情，让自己付出最宝贵的东西（时间），来换取你最需要的东西（金钱）。你如果聪明的话，一听就明白了，在用时间换金钱的这笔交易里，你是吃亏的那一方。

你听明白我说的意思了吧？你如果停止工作，就会停止赚钱，现在让我教你脱离这个财富方程式，然后寻找另一条积累财富的路径。我们来打造一个赚钱机器替代你，而且这样设计这个赚钱机器，让它能在你睡觉的时候照样不停地赚钱。你可以把这个赚钱机器想象成你创立的第二家企业，不用雇用员工，不用发工资，不用设立公司总部。这个企业唯一的库存就是

你投入的钱。这家企业唯一的产品就是源源不断的收益，它永远不会干涸——即使你活到100岁。这家企业的使命就是给你和你的家庭提供终身的财务自由，或者给你未来的家庭，如果你现在还没有成家的话。

听起来是不是棒极了？你如果能打造出我说的这种神话般的机器，并合理地维护保养，那么它赚起钱来的威力就像1000台发电机同时发电一样巨大。这台赚钱的机器会像钟表一样不停地转动、不停地工作，一年365天都不休息；每到闰年它还会多工作一天，即使在国庆节（7月4日）那天也不例外。

看看下面这张图，你就会更加明白这台赚钱机器是怎样工作的。

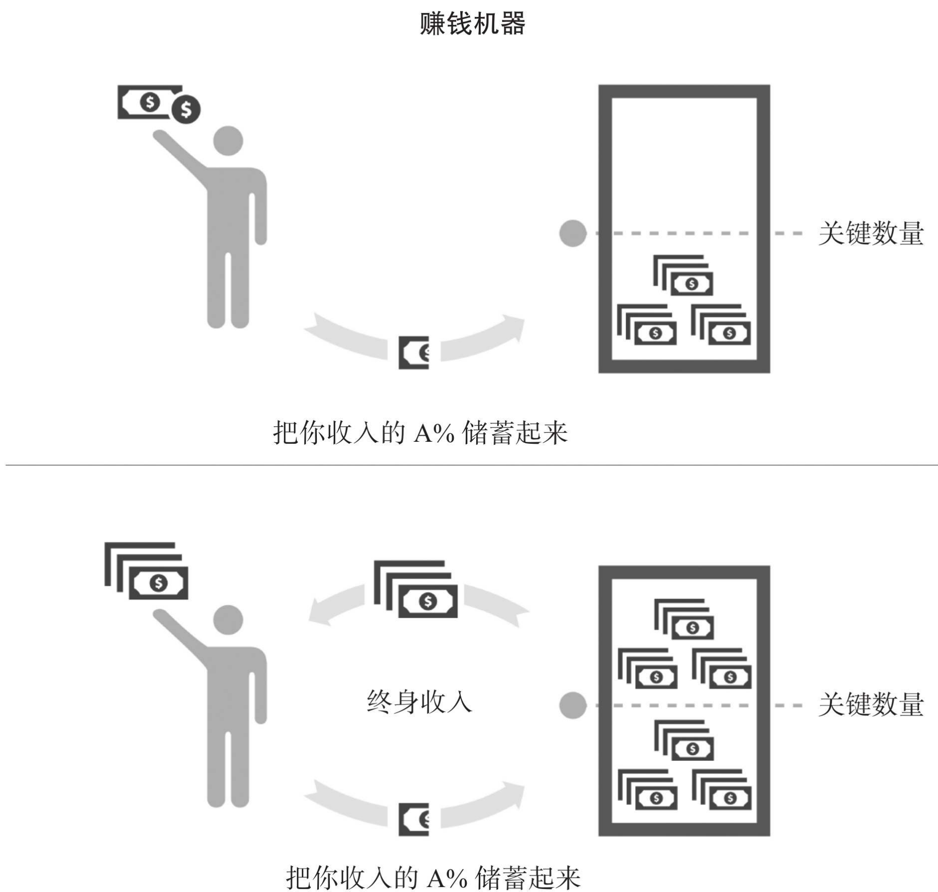



图3–1

你会看到，这台赚钱机器一直不动，直到你做出一生最重要的财务决策之后，它才会开始工作。什么财务决策如此重要呢？它就是你从工资收入里拿出来多少钱作为储蓄。也就是说，在你拿到工资收入之后，在支付自己的日常生活花费前，你先要决定从总收入中拿出来多大一部分付给自己。你能（更重要的是你愿意）从工资收入里拿出来多少钱储蓄起来，不管你生活是好是坏，这些钱你都不会动。我希望你一定要好好考虑这个用于储蓄的百分比，因为你的余生都取决于这个百分比。这样做的目标是让你能够告别朝九晚五的上班族生活，走上通向财务自由的道路。你开始这条财务自由之路的方法，就是做出一个简单的决策，开始利用复利的无与伦比的巨大力量。这个决策最重要的地方是必须由你本人来做决定。只有你本人来做才行！任何人都不能替代你。

浪费时间去挣钱，这种事我可负担不起。

——让·路易斯·阿加西

让我们花点儿时间来探讨一下这个打造赚钱机器的想法，因为你储蓄起来的钱，将会成为你整个投资理财计划的基石，甚至你根本不要把它看作储蓄！我称之为你追求财务自由的梦想基金，因为你花钱要买的就是自由，不论是现在还是未来。你明白，这些储蓄起来的钱只是代表你赚到的收入的一部分。储蓄这些钱是为了你自己和你的家庭。每隔一段时间就从你领到的工资收入中，按照固定的比例拿出一部分储蓄起来，然后聪明地进行投资。随着时间的推移，你开始过上一种新的生活，它是让你的钱为你工作，而不再是你为钱而工作，你甚至根本不用等待就可以开始利用复利的魔力为自己工作。

你会说：“但是，托尼，我有钱才能存钱啊，我怎么样才能有钱可存呢？我挣的钱都花光了。”我们现在给你一个非常简单，但是特别有效的方法让你能够有钱可存，而且毫无痛苦。但与此同时，我要提醒你一下，你还记得我的朋友安吉拉吗？安吉拉读了我的书才想明白，她原来开旧车每个月花费的钱太多了，其实只用原来一半的钱就可以开上一辆新车。每个月省下来的另一半钱，她做什么用了呢？储蓄起来作为自己的财务自由投资基金——为自己的人生做投资。我们刚开始交流的时候，她觉得自己一分钱也存不下来，但是后来她做到了把每月工资收入的10%储蓄起来。再后来她甚至打算从购买新车的费用中额外省出8%，用于短线投资。但是她绝对不碰每个月工资收入的那10%，她要完全把它们锁起来，为了未来而投资。

最终，你能挣多少钱并不重要。正如我们前面看到的例子那样，如果你不能从自己的工资收入中拿出一部分储蓄起来，你可能就会全部花光。但是，我可不是让你把工资收入拿出一部分放到床垫下面保存起来。你必须

把这些用于储蓄的钱放在一个更好的地方，那里不仅非常安全，而且还有机会钱生钱，持续增值。也就是说，你必须把这些钱用作投资。如果你能按照本书讲的去做的话，你会看到你的钱增值、增值、再增值，最后达到一个引爆点，从而产生足够的收入，足以满足你余生的需要。




图3–2

你也许听一些财务顾问说过，这样储蓄一笔钱，就是储蓄养老金。是的，确实这就是储蓄养老金，但是我把它叫作你的赚钱机器。因为如果你往里面不断存钱，仔细维护管理好这台赚钱机器，它就会给你创造出来一大笔财富——一大笔非常安全、可靠的资产。这些投资的风险受到保障，收益税收得到减免，能够让你赚到足够多的钱，足以满足你的日常开支需要，你遇到危难时的紧急需要，以及你退休之后享受幸福晚年生活的开支需要。

这听起来很复杂吗？实际上操作非常简单。我用一个简单易懂的方式来说明一下：想象一个宝盒，你可以用储蓄来填满这个宝盒。每次领到工资收入你就往里面存钱——按照你设定好的固定比例。不管你设定的百分比是多少，你都必须一直坚持下去。不管日子是好是坏，不管发生什么情况，你都要坚持从工资收入中提取固定比例的钱存进宝盒里。为什么一定要这样坚持下去呢？因为这是复利法则的要求，哪怕你只中断了一次，复利法则都会重重地惩罚你。关于储蓄这件事，你不能这样想，我按照实际开支需要，能剩下来多少钱就存多少钱——千万不能这样随意，用这种方法来储蓄，你肯定会花得多存得少。不要让自己落到中止储蓄（甚至从储蓄里拿出钱来花）的地步，要事前做好准备，以防你连续几个月收入很少，手头钱很紧张。

每个月从工资收入里拿出来储蓄的钱，应该占多大比例对你比较合适呢？10%还是15%呢？没有一个标准的答案，只有一个适合你自己的答案。你的本能，你的直觉会告诉你应该是多少。你的心里觉得应该是多少呢？

那些理财专家会对你说，你应该计划至少拿出工资收入的10%用于储蓄。不过，按照现今的经济情况来看，很多人认为拿出来15%做储蓄要好得多，特别是你年纪超过40岁之后。（你将会在第三部分找到这样做的理由。）

有谁记得那样舒舒服服而且不缺钱的好日子呢？

——拉尔夫·瓦尔多·爱默生

看到这里，你可能会说："你这些养老储蓄的建议，从道理上讲都很对。但是我手头的钱实在太紧了！少花一分钱都不行。"这样想的人并不是只有你一个。很多人都觉得他们根本负担不起一分钱的储蓄。但是坦白来说，我们要是不储蓄，后果会是根本负担不起。相信我，如果现在确实急需用钱，我们每一个人都能挤出来一些钱救急的！但要说为了我们自己的未来而攒钱，问题就来了，因为未来不是现在，它看不见，摸不着，令人感觉不真实。正是这个原因，才导致我们很难为养老定期储蓄，尽管我们知道储蓄与否会使退休生活天差地别：定期储蓄会让我们的家庭过上幸福美满的退休生活；要是不能定期储蓄，退休之后就根本没办法养活自己，只能靠政府那一点点可怜的补贴维持生存。

我们已经了解到，行为金融学家研究发现，我们在金钱方面会使用一些方式来愚弄自己做出错误的事。我会分享一些好的方法，让我们也可以用来哄骗自己去自动做正确的事。但是，这里成功的关键是，你必须让自己能够做到自动储蓄。正如伯顿·麦基尔在采访时告诉我的那样："储蓄的最好方式是你从一开始就根本看不到钱。"这是真的，如果你根本看不到钱进

来，你就会吃惊地发现，自己竟然可以找到很多方式来调整自己的开支。俗话说得好，没钱自然就不会花钱。

再过一小会儿，我就会告诉你一些自动储蓄的技巧。它们非常有效，非常容易，让你的钱甚至还没来得及进到钱包或者支票账户里，就已经改变方向直接进入储蓄账户了。首先让我们来看些真实的生活案例。他们都是只能靠工资维持生活，却能设法做到定期储蓄，持续投资，最后积累起相当大一笔财富，成就富有人生的人。

## 快递小哥也能成为亿万富翁

西奥多·约翰逊的第一份工作是快递员。1924年，他加入了刚成立的UPS（美国联合包裹服务公司），努力工作，不断升职。不过，快递员的收入有限，他的年收入从来没有超过14000美元，但是他运用了神奇的致富公式：每次领到工资，他都会拿出20%作为储蓄，每次领到年终奖也会拿出20%作为储蓄。他用这些钱购买UPS的股票。他心里始终有个数字，那就是自己需要从工资收入中所拿出来的用于储蓄的固定百分比——他承诺为了家庭一定要拿出来这么多钱。读到了本章的末尾，你也会愿意这样做的。

UPS股票越拆越多，加上自己继承了上一辈人的良好耐心，这些都让西奥多·约翰逊看到了自己持续不断购买的UPS股票的价值越增长越多，当他年满90岁的时候，这些股票的市值超过了7000万美元。

简直太不可思议了，你肯定会这样想。最不可思议的地方是，这个人竟然只是一个很平常的快递员，既不是像迈克·泰森那样天赋过人的运动员，也不是像弗朗西斯·福特·科波拉那样才华出众的导演，甚至不是一家公司的高管。但是西奥多·约翰逊很早就开始从工资中拿出固定比例的收入定期储蓄，投资股票，充分利用复利的巨大威力，这样做对自己的一生产生了巨大的影响，而且对无数其他人的一生产生了巨大的影响。西奥多·约翰逊还有一大家子人要养活，每个月水费、电费、煤气费好多账单必须支付，但是对于西奥多·约翰逊来说，这些账单虽然重要，但是他对自己未来的承诺更加重要——决定每月要储蓄20%的收入就一定要把它拿出来。他总是第一个付钱来打造自己的财务自由投资基金。

到了晚年，约翰逊积累了几千万美元的巨大财富，有了这些钱，他就能够做一些非常美好和有意义的事情了。他捐赠了超过3600万美元给各种教育事业，其中包括捐赠360万美元给两家聋人学校，因为他从20世纪40年代起就几乎听不见了。他还在UPS设立了一项大学奖学金，以资助公司雇员的孩子读大学。

你听说过欧谢拉·麦库迪的故事吗？她住在密西西比州哈蒂斯堡，只有小学六年级的文化水平，是一个工作非常辛苦的洗衣女工，她整整工作了75年，天天洗衣服、熨衣服。她的生活非常简朴，花钱总是非常小心，并想方设法地从收入里省出一部分储蓄起来。“我把这些钱储蓄起来。”她这样解释自己的投资理财理念，“我绝对不会拿出来一分钱花。我总是往里面存钱。我的钱就是这样积攒起来的。”

哦，事实确实是这样的。当她87岁的时候，麦库迪的一个举动成为轰动整个美国的大新闻——这个洗衣女工捐出15万美元给南密西西比大学设立了一项奖学金。这个女人既没有银幕巨星金·贝辛格那样美丽动人的外表，也没有威利·纳尔逊那样独特的音乐天才，但是她一生都非常努力地工作，她知道自己储蓄的钱也在努力地工作。

“我想帮助其他人的孩子上大学。”她这样说。她也完全有能力这样做，当然，基础是她一生都要非常勤劳地工作，同时储蓄一大笔财富。她剩下来的一点儿钱，让自己可以小奢侈一下——给自己的房子买了一台空调。

从个人投资水平的最高层次来看，我们可以看到约翰·邓普顿爵士这个充满激情的案例。约翰爵士是有史以来最伟大的投资者之一，也是我个人的投资偶像。我非常荣幸能结识他，也采访过他几次。我把最后一次采访他的内容，也写进了“亿万富翁战术手册”那部分。下面我先简单介绍一下约翰爵士的背景，他并不是生来就是约翰爵士，他的起点其实非常低，他生在田纳西州一个普通人家里。年轻的时候他不得不从大学退学，因为他负担不起学费。但是尽管那时很年轻，他就认识到要持续不断地储蓄、投资，利用复利的神奇力量来积累财富。他承诺不管挣多少钱都要拿出来一半做储蓄，然后拿这些储蓄去投资，让这些资本用更高效的方式来工作。

约翰研究了历史，发现了一个非常清晰的模式。“托尼，你要找到非常便宜的股票，要在整个市场很悲观的时候。”他告诉我，“什么都不会让一只股票的股价下跌，除非是它卖出的压力变大。”好好想一想这句话吧。当经济形势良好，你想卖房子，会有很多人想买，你会一直等到最高出价才卖。在大牛市里，投资者想要找到价格便宜的股票很难。为什么？当经济增长、股市行情好的时候，人类的天性会让人们觉得情况将会一直持续，直到永远！但是，当突然发生灾难的时候，人们都会赶紧跑到山上避难。房子不要了，股票不要了，企业不要了。只要给钱就卖，反正不卖也不要了。正是靠着敢于在大熊市“买入”这种违反常理的举动，约翰白手起家，最后成为拥有几十亿财富的大富豪。

他是怎么做到的呢？1939年德国入侵波兰，把整个欧洲拖入了第二次世界大战，整个世界充满了恐惧和绝望。就在这个人人恐慌、疯狂抛售的时候，约翰东拼西凑了10000美元投资买入了美国纽约股票交易所里还在交易的股票。当时市场上有100只股票的交易价格跌到了1美元以下，他用这10000美元分别买了每只股票100股，其中有些公司大家都觉得很快就要破产了。但是约翰知道很多人当时忘记了的事情：夜晚不会永久，白天定会来临。金融世界的冬天只是一个季节而已，它肯定会过去，春天还会再来临的。

到了1945年，第二次世界大战结束了，美国经济飞速增长，美国股市飞速暴涨，约翰手里的股票也跟着暴涨。就这样，他从10000美元起家，投资股票，变成了身家数十亿美元的超级富翁。我们看到了同样的大牛市，从2009年3月的最低点大幅反弹，直到2013年年底，不到两年股市暴涨了142%。但是大多数人都错过了这波大牛市。为什么？当经济下滑、股市下跌、情况变坏时，人们觉得情况会一直糟糕下去——悲观主义压倒了一切，我会在第四部分中展示给你一套方法，帮助你保持头脑清楚，继续坚定地持有，继续投资，尽管周围其他人都非常恐惧害怕，纷纷抛售股票。正是在这个非常短暂且波动很大的股市行情中，赚到那些天文数字般收益的机会才有可能出现在你眼前。

我把这些投资见解传递给我的白金合伙人，这些人加入了我创立的一个封闭性的精英小组，来支持我搞的慈善基金会，我把这些近在眼前的潜在投资机会分享给这些合伙人。比如拉斯维加斯的金沙集团，它是纽约股票交易所的上市公司。2009年3月9日，金沙集团的股价跌到了每股2.28美元。现在涨到了每股67.41美元——能够让你赚到30倍的巨大收益。

你瞧，这就是学会在别人恐惧时大胆投资的巨大威力。

那么我们能从约翰·邓普顿爵士那里学到什么？那就是如果你能够做到不让所有其他人的恐惧把你吓得思维瘫痪的话，那么你的研究、信息、行动会为你创造神奇且巨大的回报。这真是非常值得牢记的一课。我们将会在金融投资上经历更多极其艰难的日子。历史证明，这些“下跌得令人恐惧”的坏日子，就是值得大量投资以赢得投资比赛的伟大机会。

约翰知道，如果他能够每个月从自己微薄的收入中拿出一半来，他就有了投资的筹码，任何投资机会出现，他都能及时出手。但是他还有比投资更加重要的成就，约翰成了世界上贡献最大的慈善家之一。在他成为英国公民之后，英国女王为了表彰他对慈善事业做出的巨大贡献，册封他为爵士。即使在他去世之后，他的遗产也将继续捐赠：每一年，约翰·邓普顿基金会都会捐钱来奖励那些“用突破性发现推动人类进步”的人——每年约有7000万美元，比诺贝尔奖委员会十年发的奖金还要多。

西奥多·约翰逊的故事给你最大的启发是什么？你不需要成为一个投资天才，也能获得财务自由。

听了欧谢拉·麦库迪的人生传奇又给你什么启发呢？即使一个天天凭力气干活的洗衣女工，也可以把小钱积累成很大一笔钱，让自己的人生过得很有意义。

这三个聪明智慧的投资者会给你什么样的启发教育呢？承诺遵守一个非常简单却十分坚定的储蓄原则，每一次拿到工资收入，先从中拿出来一部分储蓄，这就是你首先付给自己追求未来梦想的投资基金，利用复利的巨大力量让你的储蓄投资不断升值，让你的人生达到你梦想都不能企及的高度。

最困难的事是下决心行动，之后的事只要坚持就行了。

——阿梅莉亚·埃尔哈特

那么你打算从工资收入中拿出来储蓄投资的钱应该占多大的百分比呢？西奥多·约翰逊拿出的是20%，约翰·邓普顿拿出的是50%。对于欧谢拉·麦库迪来说，很简单却很有智慧，就是有一分钱就存一分钱：把每一分钱都存到一个能够产生利息的储蓄账户，不断存钱，不断利滚利，不断增长。

那么你呢？你脑子里是不是有了从收入里拿出来储蓄的百分比数字了呢？太棒了！现在就做出决定，做出承诺，现在就开始迈出你追求财务自由的简单7步投资法的第一步吧！现在就做出你一生最重要的财务决策吧！现在就决定成为一名投资者，而不只是一名消费者吧。要做到这些，你只需要决定从工资收入中拿出一部分钱，坚决不花，用它来做储蓄和投资，这些钱只是为了你和你的家庭创建更加美好的未来，而不为其他任何人。

我再重复一次，一切只是为了你，为了你的家庭，为了你的将来。这些钱坚决不能花，不能用储蓄的钱去GAP（盖璞）或者Kate Spade（凯特·丝蓓）专卖店买衣服，也不能用储蓄的钱去那些昂贵的餐馆吃饭，更不能用储蓄的钱去买新车替换掉那辆还能再跑50000英里的旧车。不要只想这些储蓄今天给你带来的损失，而要专注去想这些储蓄明天会给你创造出多么巨大的收益。为了储蓄更多，以后不要再出去跟朋友吃饭，出去吃一顿晚饭，很浪费钱，比如要花50美元外出就餐，为什么不订一个两人份的比萨，再来几瓶啤酒，然后和你的朋友们AA制分摊餐费呢？这样一个人只需要花10美元。和出去大吃一顿花掉50美元相比，每顿饭能省下40美元，每次都让你在投资理财这个游戏上又领先了一小步。

才省40美元，有必要吗？40美元算啥呀？是的，你是对的，一个星期才出

去吃一次，只能省40美元，是没有多少钱。但是如果每个星期都能省下40美元，然后用这些钱去投资，经过很多年后，到你退休时，它就能升值成很大一笔钱。你可以自己算一算：每个星期节省40美元，一年52个星期，你就能节省出来2000多美元。现在你知道复利的力量了，用这2000多美元去投资，复利的巨大力量就能让你多年之后实现很大一笔收益。收益到底有多大呢？难道会有50万美元吗？是的，100万美元的一半！那如果你有本杰明·富兰克林那样的投资顾问，他们会告诉你把这些钱投到股市里，如果未来40年你能每年获得8%的复利收益率，那么你每周节省的40美元（每年节省的2080美元），最后创造出来的财富会有581940美元！有了这么多钱，你可以订比萨时再多订一块儿——想买什么都能买得起。

你开始明白如何利用复利的巨大力量为你创造财富了吗？只需要几个小小的持续行动就行了。如果你每个星期能省的钱远远超过40美元，那么你赚的钱不就更多了吗？即使每周只能节省100美元，这也意味着未来你在最急需用钱的时候，你的养老金里会有100万美元。这个差别巨大。

记住，你根本不能开始发挥复利的巨大威力，除非你承诺每次拿到收入就留出一部分来储蓄——这是最重要的事。毕竟，你有钱才能做投资人，没有钱永远也成不了投资人！储蓄是投资的前提，是投资的基础：储蓄的资本是创造财富的基础，没有储蓄就不能投资，没有储蓄就说明你只是一个靠工资挣钱的人；定期储蓄、持续投资让你成为一个能靠投资挣钱的投资者。所有财富、所有投资都开始于储蓄，你把自己收入的一部分拿出来自动存起来，去做投资，只用于自己和自己家庭的未来。

从你的工资收入中拿出来储蓄的钱占多大比例合适呢？10%？12%？15%？20%？

找个你自己能够储蓄的最大比例，并圈起来。

用荧光笔涂上。

在上面敲几下。

承诺做到。

实际做到。

自动做到。

如何自动做到拿出工资收入的固定比例进行储蓄呢？你可以从本书的官方网站上下载一个免费的App。这是一个开启你投资理财之旅的极好方法，利用这个程序，你可以设定自动提醒，以确保能够实现你的投资理财新计

划。如果你还没有这样做，现在马上去做吧！这个手机应用程序会指导你走好以下几个简单的投资理财步骤：

●如果你有固定工资，你最有可能制订一个自动储蓄计划。你只需要打个电话给人力资源部，让他们把你工资收入的一个具体比例（完全由你决定的比例）直接打到你的退休金账户里。

●如果你已经有了一个自动工资扣款计划，钱直接打到你的401（k）退休金账户里，你可以提高扣款比例。（在本书接下来的部分，我将会向你展示，如何确保你的退休养老储蓄计划能够按照合理有效的方式设计，让你确实可以“赢得”这场投资游戏比赛，确定你没有支付隐性费用，能让你的钱自由自在地在复利的环境中增长。理想的情况是能够延迟纳税，甚至完全免税，让你的财富增长最大化。

●但是如果你是自由职业者，或者你拥有自己的企业，或者是做代理按业绩提成的，你该怎么办呢？没问题。只要设立一个从你的支票账户向退休金账户自动转账的计划就行了。

明白你要做什么了吗？太棒了！

你如果根本没有退休金账户，那又该怎么办呢？那你就没有地方来存放你指定的储蓄资金了。很简单，现在就停下来马上上网，找一家银行或者金融机构，开个储蓄账户或者退休金账户就行了。互联网上有好多选择，能帮你确定哪家金融机构更加适合你。你也可以在我们提供的App里面找一个合适的开户银行。如果你不喜欢网络科技，想自己亲自动手，你可以直接走到大街上，到银行开个储蓄账户或者退休金账户。

最好什么时候开始做这件事呢？现在不正是最好的时候吗？

开始，我等着你……

你如果不愿意工作，就不得不先去工作挣到足够的钱，好让你再也不会不得不去工作。

——奥格登·纳什

好极了，你回来了。你搞定了储蓄这件事了。祝贺你！你刚刚做出了你人生最重要的财务决策——通向财务自由的简单7步投资法的第一步。现在你已经走上正路了，去把你的梦想变成现实吧。

在后面的内容里，我会和你分享一些最安全而且最有确定性的投资策略，让你的钱不断增值，而且是用一种税收优惠的方式！但是现在让我们先来

确定你的工资收入用于储蓄的比例吧，因为你只有有能力做到有系统、有计划地持续储蓄，才能在此基础上创造出你未来的财务自由。大多数人可能都知道这一点，起码在某种程度上知道，但是你如果还是什么事也没有做，那么你其实并不知道这一点。传统的说法是知识就是力量，这完全不对，知识不是力量，知识只是潜在的力量。知识并不代表掌握，实干才是掌握。实干总是会压倒知识的。

我痛恨输，甚至胜过我想赢。

——比利·比恩（电影《点球成金》中由布拉德·皮特扮演的棒球俱乐部总经理）

你已经学到所有该学的东西了，可是你还没有迈出第一步，把自己工资收入的一定比例拿出来，储蓄起来赚取复利，以不断增值，那该怎么办呢？有什么事情在阻碍你吗？到底出了什么事情呢？你不能有组织、有计划地定期储蓄，是不是因为你觉得拿出来储蓄的这些钱好像是一种牺牲、一种奉献、一种损失，而不是一个礼物——今天的你送给未来的一个礼物呢？在寻找答案的过程中，我遇见了什洛莫·贝纳茨，他是加利福尼亚州大学洛杉矶分校安德森管理学院的教授。他说："托尼，问题是人们总觉得未来是不真实的，所以为了未来做储蓄很难。"贝纳茨和理查德·塞勒一起合作搞研究，理查德·塞勒获得过诺贝尔经济学奖，是芝加哥大学的教授。他们两人想出来一个超级有效的解决办法，叫作"明天储蓄更多"（SMarT），其前提非常简单，但非常有力：你如果现在觉得储蓄更多钱让你很受伤、很痛苦的话，那就等到下一次涨工资再储蓄更多。

他们俩是怎么想到这个办法的呢？首先，什洛莫告诉我，他们必须应对人类喜欢马上得到满足的挑战，科学家称之为"即时偏见"。他给我举了一个例子：有一次他问一群学生，再过两周他们再见面时，他们想要得到一根香蕉还是几块巧克力当零食吃呢？75%的人都说想要香蕉。但是过了两周之后，当这两种东西摆在他们面前时，80%的人都拿了巧克力！"自我控制在未来并不是问题。"什洛莫说。储蓄也是同样的道理。他告诉我："我们知道我们应该储蓄。我们知道我们明年会储蓄。但是现在我们要出去把钱花掉。"

我们人类这个物种，天性如此，不但偏爱今天胜过明天，而且我们非常痛恨我们正在失去某种东西的感觉。为了说明这一点，什洛莫给我讲了一个研究实验，这个实验是用猴子这个我们不太远的"亲戚"来做的。科学家给一群猴子发了一个苹果，与此同时测量猴子的生理反应。这些猴子非常激动！然后，科学家给了另外一群猴子两个苹果。它们的生理反应也是非常激动。再做一个变化：原来给两个苹果的猴子，现在从它们手里拿走一个苹果，它们手里还剩一个苹果。你猜结果发生了什么样的事情呢？你猜对

了，它们非常生气，简直气炸了。（科学地说）你想想，要是这种事发生在你身上，你是不是也非常生气呢？事实上这种事情不就经常发生在我们每个人身上吗？我们忘了自己已经拥有的，是不是？请记住这个实验，等到下一章，我给你讲亿万富翁阿道夫·默克尔的故事时，它会让你豁然开朗。

最核心的观点是，如果我们觉得自己正在失去某些东西，我们就会极力避免，因为我们不愿意失去。正是因为这个原因，很多人不储蓄不投资。储蓄听起来好像你放弃了某些东西，你今天失去了某些东西。但是其实你没有，储蓄是今天的你给自己的一份礼物，可以让自己得到大脑的平静，内心的安定，还有未来的一大笔财富。

那么什洛莫和塞勒是怎么来应对这些挑战的呢？他们想出来一套简单的做法，让你感觉储蓄毫无痛苦。这种做法完全符合人的天性。正如什洛莫在TED演讲中所说的，“明天储蓄更多的计划鼓励员工下一年储蓄更多的钱，来实现自己未来的梦想——到了未来某个时候，我们可以想象自己正在吃香蕉，正在社区做义工，做更多的体育锻炼，做所有正确的事情。”

明天储蓄更多这个计划是这样做的：你同意自动储蓄接下来你工资收入的一小部分，比如10%或者5%，甚至只有3%（这个储蓄比例简直太低了，你甚至根本觉察不到有没有这一点钱的差别）。接下来，你承诺未来会储蓄更多，但是只在你工资收入增加时才会提高储蓄比例。每一次你的工资增加的时候，工资收入拿出来用于储蓄的比例会自动增加一点，但是你根本不会感觉到这是一种损失，因为你一开始承诺未来储蓄更多时，还根本看不到未来增加的工资收入。

什洛莫和塞勒两个教授第一次试验这个明天储蓄更多的计划，是在20多年前，在美国中西部的一家公司里，那里的蓝领工人一听说要做这样的实验就说，他们的工资很低，根本不够花，挤不出一分钱去做储蓄。这些研究者费了很大力气才说服他们，让公司可以自动地从他们的工资里扣除3%，储蓄到他们的退休金账户里。以后每一次他们加薪的时候，工资用于储蓄的比例再增加3%。结果如何呢？简直令人震惊！仅仅过了五年，只有三次加薪，这些工人原来以为自己根本拿不出1美元去储蓄，结果他们的储蓄比例高到接近14%！其中65%的工人实际上的平均储蓄比例高达19%。

当储蓄比例达到了19%时，你就接近西奥多·约翰逊的储蓄比例了。要知道，这个UPS的快递员正是坚持每次领到工资就储蓄20%去购买UPS的股票，结果创造出7000万美元的巨大财富的。明天储蓄更多的计划，一点儿痛苦也没有，而且确实有效。一次又一次的实验证明这个计划非常有效。

我来给你看张图，什洛莫教授用这张图来描述员工一次次提高工资收入的储蓄比例，会对这个员工的生活产生什么样的影响。

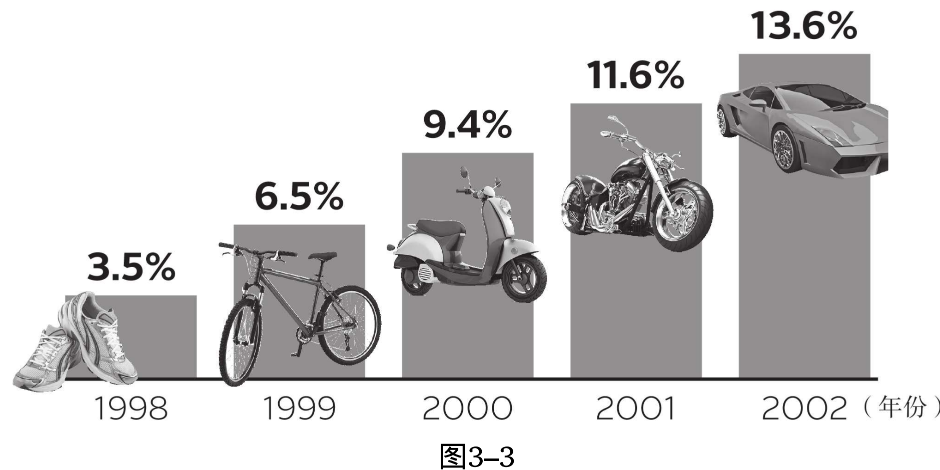



图3–3

当工资收入的储蓄比例是3%的时候，图中出现的是一双球鞋的图片——因为你储蓄起来的工资收入的3.5%，未来增值的空间有限，只够买双球鞋。工资收入的储蓄比例是6.5%的时候，你未来赚的钱就够买辆自行车了。工资收入的储蓄比例约14%的时候，未来赚的钱就可以买辆豪华小汽车了。很明显，开着豪华小汽车的晚年生活，要比只能穿着球鞋自己走路强多了。3.5%和14%的储蓄比例，会让你的晚年生活像穿球鞋和开豪车一样大。

现在规模比较大的企业有60%都提供类似于明天储蓄更多的计划。去了解一下你的公司是否提供这样的计划，如果没有，拿着这本书给公司的人力资源部看一看，问问公司能不能给你设置类似的储蓄计划。

当然，你还需要好好干活，真正“挣到”你的加薪——你的老板不会因为你很有礼貌地请求加薪，就给你加薪的。但是一旦你加薪了，你就完全可以自由决定是拿出所有的加薪或者只是一部分来增加储蓄，这取决于你的个人情况。在某些情形下，如果你的公司能够匹配你的个人能力，老板会帮你做到储蓄加倍——你的财富积累之路就快多了。

如果你的老板并不提供这种计划，你可以自己创立一个。你可以从储蓄5%的工资收入开始（不过我鼓励你如果经济条件允许的话，一开始的储蓄比例至少不低于10%）。一发工资，这5%的钱就自动进入你的财务自由投资基金，然后再承诺每一次加薪就把你的储蓄比例提高3%。上网或者打电话，就可以实际启动你的明天储蓄更多的计划，让计划变成现实。

今天你就能做到，锁定你的未来，用最没有痛苦的方式。你根本找不到借口不去这样做。你甚至可以用我们的手机App，我们给你预先写好了电子邮件，你可以马上发给你的老板或者人力资源部的负责人，这样你就可以立刻启动这套流程了。是不是非常容易呢？马上去做，现在！

但是你如果是自由职业者，该怎么办呢？如果你有自己的企业，你觉得你需要把每一分钱都投入到企业里，该怎么办呢？相信我，你会找到办法的。如果现在有一种新的税收推出来了，你必须给政府多交纳10%的税，甚至是多交纳15%的税，你会怎么办呢？你肯定恨死它了！你会高声尖叫，这简直是谋杀！但是没办法，你还是会想办法交纳这笔税的。所以你可以这样想，把你从工资收入里拿出来储蓄的这笔钱看作一种税，你“必须要付”的税。这些钱不是交到政府手里的，而是要交给你的家庭和未来的你的！或者想象你自己就是一个卖东西的零售商，你必须第一个付款给这个零售商。如果这是必须做的事情，你就会做到。但是在这种情况下，这笔钱是你和你的家庭的东西，将会永远保存下去，对不对？这就是积累财富的所有秘密：挣钱更多，花钱更少，自动储蓄。

## 天空中火一般燃烧的文字

年轻的时候，我偶然读到了乔治·萨缪尔·克拉森1926年的经典著作《巴比伦最富有的人》。那本书用古老的寓言故事讲了一个像常识一样的投资理财建议。我建议所有人都要好好地读读这本书。多年以来，有段话一直印在我脑海里：“你挣的所有钱里面有一部分必须被保存起来。”早上醒来就对自己说一遍这句话，每天中午对自己说一遍这句话，每天晚上对自己说一遍这句话，每天每过一个小时对自己说一遍这句话。不停地对自己说这句话，直到这句话的文字就像天空中的火焰一样，深深地印在你的脑海里。深刻理解这句话的意思。满脑子都是这个想法。从你的收入中拿出一定的比例，你觉得比例合适就行，不要少于10%。然后把钱储蓄起来。如果需要的话，仔细安排好你的其他生活开支，好让自己储蓄的钱能达到想要的比例。不管如何花钱，首先把这部分钱拿出来做储蓄，一分钱也不能花。

只有乐善好施的意图不行，那样就没有人会记得“好撒马利亚人”。他还得有钱。

——玛格丽特·撒切尔

先把那部分钱储蓄起来，我的朋友，记住。然后按照这个原则行动，你储蓄的那部分钱占你收入多大比例并不重要，重要的是开始储蓄。在理想的情况下，你从收入里拿出来储蓄的比例不要低于10%。但是，随着时间推移，不断提高你的储蓄比例，使其达到相当高的程度。

## 下一步

现在你已经设定了一个自动投资计划——你的财务自由投资基金，你新的赚钱机器。也许现在会有两个问题出现在你的脑海里：第一，我把这些钱放到哪里呢？第二，我需要积累多少钱才能得到财务安全和财务自由呢？我们下面会清楚地回答这两个问题，让你一听就明白。答案来自全世界投资理财做得最成功的人士。

但是，首先我们需要了解你投资的真正目的是什么。你个人对财务自由的渴望背后的更深层次的愿望是什么呢？财富对于你来说真正的意义是什么呢？你真正追求的是什么呢？我们来快速浏览一下，只有几页纸，看看你如何能够掌控金钱。

# 第4章 掌控金钱：进行突破

感恩是高贵灵魂的标志。

——伊索

钱是一种工具，能让我们把梦想变成现实，没有足够的钱或者说特别缺钱，你的生活会很悲惨。但是当你口袋里有了足够的钱，是不是所有的事情就会自动变好了呢？我想我们都知道答案是什么。

我们是什么人，钱无法改变。钱能做的只是放大我们的本性，如果你本性吝啬又自私，有了钱你会更加吝啬，更加自私。如果你感恩又博爱，有了钱你会更多地感恩他人，更多地给予他人。

我们稍停片刻，回顾一下2008年的金融危机。房地产市场和股票市场暴跌，数万亿美元的市值都灰飞烟灭，化为乌有。短短几个月，数百万人失业。你经历了什么呢？你遭受的打击重吗？这对你的家庭影响大吗？你的朋友怎么样了？我们每个人的反应不同，有的人恐惧，有的人愤怒，有的人辞职，有的人决心改变。所有这些反应都与钱无关，而是关于我们自己的。这些反应透露出我们的金钱观——钱对于我们来说到底意味着什么，我们赋予钱什么样的力量。要么我们让钱控制自己，要么我们自己控制钱。

## 要钱还是要生活

在2008年金融危机期间，有很多人、很多事让人震惊，我个人认为影响最大的案例来自一个名叫阿道夫·默克尔的绅士。2007年，他在全世界富豪排行榜上的排名是第94位，也是德国最富有的人，个人拥有财富120亿美元。他拥有欧洲最大的制药企业，后来又把自己的商业帝国拓展到制造业和建筑业。他很骄傲自己能拥有这么大的成就。他也是一个相当厉害的投机者。

2008年，阿道夫·默克尔决定在股票市场上大赌一把。他非常肯定，大众汽车公司的股票一定会下跌，所以他决定做空这只股票。但是半路出了一个意外：保时捷公司收购了大众汽车，大众汽车的股价暴涨，并没有像他预料的那样下跌。几乎一夜之间，默克尔输掉了7.5亿美元。

雪上加霜的是，阿道夫·默克尔迫切地需要一些现金来偿付巨额债务，但是2008年，银行不会贷款给任何人：不贷给你，不贷给我，也不贷给亿万富

翁，甚至也不贷给其他银行。

默克尔是怎么应对的呢？寻找新的融资？减少开支？亏本卖掉一些公司的股票救急？这些事他都没有做。他发现，自己总共亏掉了30亿美元，已经不再是德国最富有的人了，他让自己的家人失望了，于是写了一份自杀声明，然后跑向正在疾驰的列车，一头撞了过去。

没错，他自杀了。

具有悲剧性讽刺意味的是，他的家人发现，默克尔自杀后，才过了几天，他申请的贷款就被批下来了，他的企业保住了。

阿道夫·默克尔是因为钱才死的吗？或者说，他选择死亡是因为钱对于他来说意义很大吗？对于阿道夫·默克尔来说，钱就是身份。没有钱，就没有身份，没有地位。失去了德国首富这个地位，他完全无法承受，他觉得自己简直太失败了——尽管亏了30亿美元后，他口袋里还有90亿美元！

你可能会想：“哎，太可惜了。”但是对于我们这些旁观者来说，这样判断阿道夫·默克尔这个人，可能太武断了。但是想想我们自己，我们是不是也经常把自己的身份，自己未来的前途，在某种程度上和钱紧紧联系在一起？我们不愿意承认这一点，但其实是这样的。

## 想要破产死掉的亿万富翁

另一方面，也有像查克·费尼那样的人，他是一个美籍爱尔兰人，出生在新泽西州的伊丽莎白市，是一个白手起家的亿万富翁。你在全世界任何一个地方，在机场里穿行时，发现自己受到吸引走进一家商店，里面都是装着酒和香水的闪闪发光的瓶子，还有其他的免税奢侈品，你是否有这样的体验呢？免税店。对的。免税店就是查克·费尼的创意。他1960年从一无所有开始创业，白手起家，创立了一个免税店销售的企业帝国，身家75亿美元。

一度，《福布斯》世界富豪排行榜把他列为世界首富，但是查克·费尼非常低调，你可能从来没有听说过他当上世界首富这个新闻。他一生大部分时间中，个人名下的资产既没有汽车，也没有房子。他坐飞机都是坐经济舱，戴的手表是塑料手表。和阿道夫·默克尔一样，他的银行账户里的钱也缩水了很多——现在他已经80多岁了，自己名下的财产只有100多万美元。但是他和默克尔有非常大的不同，他没有像默克尔那样想要紧紧地抓住每一分钱，查克·费尼把自己所有的钱都捐了出去。

就是这个家伙，最近30年来，把自己的人生使命确定为利用钱这个工具，

来改变各地方人的生活。他的慈善活动遍及全世界，在北爱尔兰帮助创造和平，在南非帮助人们与艾滋病斗争，在芝加哥帮助教育儿童。

查克·费尼这个人最让人意想不到的事情是，他做所有这些慈善活动都是匿名的。费尼不想得到任何荣誉。事实上，直到最近才有消息透露出来，他就是所有这些不可思议的计划背后捐款支持的那个人。而且他还在继续这样匿名做着好事。查克·费尼说他的目标是要做慈善活动做到花光最后一分钱为止，做到他签的最后一张支票银行拒绝兑现为止。

很明显，对于阿道夫·默克尔和查克·费尼来说，钱的意义完全不同。那么金钱到底对于你来说的真正意义是什么呢？是你用钱还是钱来用你？就像我一开始所说的那样：如果你不能掌控钱，在某种程度上，钱就会掌控你。

## 终极目标：回馈社会

对于我本人来说，当我还是小孩子的时候，钱总是看不见摸不着的。一提钱，我们就头痛，因为我们家的钱很少，从来不够花。我记得很清楚，我不得不去敲邻居家的门，借点食物给我的兄弟姐妹和我自己吃。

后来我11岁那年，在感恩节那天（类似于中国人的春节），发生了一件事，由此永远改变了我的人生。那一天跟往年的感恩节一样，家里什么吃的都没有，我的父母两人还在打架。突然我听见有人在敲门，我把门打开一条缝，看见一个人站在台阶上，手里提着个篮子，里面装满了食物，足够做上一顿感恩节大餐。我简直不敢相信自己的眼睛。

我的父亲总是说，没有人会白白地送别人东西。但是，突然有个我根本不认识的人，什么回报也不要，过来关心我们，给我们送温暖。这件事让我想到："这是不是我听说过的那种来自陌生人的关怀？"我决定，如果有陌生人能够关心我和我的家庭，给我们送温暖，我将来也会关心那些陌生人。"我将来应该怎么做呢？"那一天我向自己承诺，我要找到一种办法，用某种方式，在某一天，去回馈社会，把爱心传递下去。就这样，等我长到17岁的时候，我晚上兼职当看门的保安，攒了些钱，在感恩节那天出去给两个陌生的家庭送温暖，送给他们一大堆食物。这是我一生中最感动的经历。看到那些面孔从绝望变成欢乐，这让我感到自己的精神境界提升了。真的，这件事对于他们来说是一份大礼，对于我来说同样也是一份大礼。我没有告诉任何人我做了这件好事，第二年我给四个家庭送去了食物。再到后来，我给八个家庭送去了食物。我做这些不是为了得到别人的夸奖、赞美，不是像小学生那样为了评上"优秀学生"而做好人好事。但是，我给八个家庭送去了食物之后，我发现做这样的好事，我一个人确实能力有限。我想："兄弟，我可以找些人来帮我一起做。"于是我召集了一

些朋友，他们也加入了我们，逢年过节一起来给困难的家庭送食物、送温暖。我们捐助的人数越来越多。现在我的慈善基金会举办的“国际食物篮”慈善行活动，每年给36个国家200万人送食物、送温暖。要不是我11岁的那个神奇的感恩节有陌生人给我们家送食物，我怎么会知道给予他人会如此快乐？谁知道呢？有些人会说，这就是运气，这就是命运，或者是那个很古老的说法，这就是福气。我看到了上帝之手，我称之为“恩典”。

下面是我领悟到的东西：我懂得了给予的快乐，这和金钱毫无关系，金钱只是一种工具，用来满足我们的需求，而不仅是我们的财务需求。我们的人生之路大部分受到信念的指引，而这些信念是在人生路上随着时间推移而逐步形成的；我们的人生之路大部分也受到故事的指引，这个故事是由我们创造的，人生为了什么，我们本来应该成为什么样的人，我们本来应该做什么，给予什么。最终，是什么让我们感到快乐和满足？每个人都有不同的快乐，有些人觉得快乐就是愉悦他人，有些人觉得得到权力和控制别人才会快乐，有些人把自己的快乐定义为得到亿万财富，有些人觉得找到快乐和有意义的人生道路就是和上帝更加接近，放弃所有的物质东西，还有一些人觉得快乐的最终意义就是自由。

不管你追求的是什么样的情绪，不管你追逐的是什么样的工具（创立一家企业，养一家子人，环游世界），不管你想要的天堂是什么，我发现这些都是你的一种企图，你费尽心机想要满足人类六大需求中的一种或几种。

激发我们行动的就是这六大基本需求。所有的人类行为，其背后都是由这六大需求驱动的，全世界都是这样。无论人们做的是疯狂的坏事，还是伟大的好事，行为背后的推动力都是这六大需求，但是这六大需求在我们心中的价值地位不同，满足需求的顺序也不同，这就决定了我们人生的方向不同。

为什么人类六大基本需求非常重要，我们必须深入理解它们？因为你要创造财富，就必须知道你真正追求的是什么——你积累这些财富到底是为了什么。你积累财富是为了让自己觉得确定而且安全吗？你追求财富是为了让自己觉得很特别、与众不同吗？你追求的是一种奉献的感觉——你想为别人做点事情，用你过去从来不能用的方式吗？还是以上这些动机你都有呢？

如果你把确定性看作你生命中最重要的需求，和你把爱情作为第一大需求相比，确定性会让你的行动方向有很大的不同，在人际关系上、在商业上、在投资理财上也会有很大不同。你如果深入挖掘自己真正追求的东西，就会发现那其实根本不是钱。你真正追求的是你认为钱能够给你带来的东西。那是一系列感觉的组合。在这些感觉背后是你的基本需求。

人类第一大需求：确定性/舒适感

人类的第一大需求是确定性。我们需要控制感，知道接下来会发生什么事，这会使我们感觉安全。这是基本舒适性的需求，是避免痛苦和压力的需求，同时也是创造欢乐的需求。这样的需求正常吗？确定性需求是我们的一种生存本能。它会影响我们在生活中愿意冒多大的风险——在我们的工作中，在我们的投资上，在我们的人际关系上。对确定性的需求越强，你实际愿意承受的风险就越小，或者说你的情绪愿意忍受的风险就越小。顺便说一下，这就是你真正的“风险承受力”的来源。

但是你如果任何时候都能完全确定，又会怎么样？你知道什么事情会发生，什么时候会发生，会怎样发生，你在别人开口说话之前就知道他们要说什么，这会让你有什么样的感觉？刚开始你会感觉自己很神奇、很特别，但是最终你会感觉怎么样？你会感觉太没有意思了。

人类第二大基本需求：不确定性/变化

上帝啊，您的智慧无限大，才会给我们人类第二大基本需求，它就是不确定性。我们需要变化，我们需要惊奇。

我来问你一个问题：你喜欢惊奇吗？

如果你回答“是”，你就是在戏弄你自己！你想得到的惊奇，你称之为惊喜。你不想得到的惊奇，你称之为问题。但是你还是需要那些让你惊奇的问题来给你的生活增添一些活力。你不能锻炼你的肌肉或是你的性格，除非你有东西在后面压着你的肌肉或性格。没有压迫就没有反抗，也就没有成长。

人类第三大基本需求：重要性

第三大需求是重要性。正是这个基本需求驱动阿道夫·默克尔努力打拼，成为德国首富，也是这个需求驱动他失去首富地位后自杀了。我们都需要感觉自己很重要，很特别，与众不同，别人很需要我们。但是我们如何得到重要性？有很多得到别人尊重的方式，赚到亿万财富能得到别人尊重，获得很高的学位——硕士、博士，能让人觉得你有文化、与众不同。你可以成为一个“大V”（微博上有大群粉丝的用户），有很多粉丝追随，让自己感到很受尊重。你可以参加《单身汉》，或者参加下一季《贵妇的真实生活》，一夜成为大明星。有些人得到别人重视的方式是在身上到处刺文身穿孔，或者在私密的地方刺文身穿孔。你要得到别人的重视还有另一种方式，就是你的问题比别人更多更大：“你是不是觉得我的丈夫就是一袋大

垃圾？求求你把我丈夫这袋垃圾拿走一天吧。”当然你得到别人的尊重也可以通过在精神层面上高人一等（假装也行）。不幸的是，要得到别人重视的最快方式，既不需要用钱，也不需要读书、受教育，那就是用暴力。如果有人拿枪指着你的头，那么就在那一刻，他马上变成你生命中最重视的人，对不对？

花很多钱，能让你自己感觉自己很重要，但花很少的钱你也能做到。我们都知道，人们不停地吹嘘他们买的东西多么便宜。有人觉得自己很特别，因为他们用牛粪烧火取暖，或者只借助太阳能来取暖。有些非常富有的人之所以得到别人的重视，是因为他们隐藏自己的巨额财富。山姆·沃顿，沃尔玛超市的创始人，有很长一段时间都是美国首富。他自己开着车在阿肯色州本顿维尔跑来跑去，那辆车还是一辆旧皮卡，这表明他根本不需要一辆宾利豪车，不过他确实有一架私人飞机随时可用。

重要性，也是一个赚钱机器。这正是我的亲密好友史蒂夫·韦恩创造财富的秘密。就是这家伙打造了拉斯维加斯这个赌城。他知道人们愿意买单，只要他们相信这是最好的东西——让他们觉得自己很特别、与众不同、很重要。史蒂夫·韦恩在他自己开的赌场和酒店里提供你能想象到的独家、奢侈豪华的体验。他的赌场和酒店雄伟华丽，无与伦比。他搞了一个夜总会叫作“XS”（还有什么型号呢），那里是拉斯维加斯最受欢迎的地方。即使是在平时工作日的晚上，“XS”门口也排着长队。你一进去，就有特权可以购买一瓶普通的香槟，一瓶700美元，如果你想显摆一下，显示你是个大玩家，你可以花10000美元买一瓶特制的“小野鸡尾酒”，它用罕见的白兰地和新鲜的橙汁调制而成，杯子上还挂着一条白金项链。嘿，你看，服务员送到你桌子上时，它还喷着焰火，照亮了整个大厅。你就是要让所有人都知道你很重要，很受重视（这只是你自己的想象而已）。

人类第四大基本需求：爱和联系

人类第四大基本需求是爱和联系。爱对于生命来说就像氧气对人体一样重要。爱是我们最想要得到的，也是我们最需要得到的。当我们完全投入去爱的时候，我感觉到自己活着，但是当我们失去爱的时候，痛苦会非常大，很多人只能靠和别人的联系才能活下来，尽管这些联系只是爱的碎屑。你可以得到那种与人联系的感觉，或者爱的感觉，通过亲密关系，通过真诚的友谊，通过祈祷，通过在大自然中行走。如果这些都没有效果，你可以去养一条狗。

前面四种人类基本需求，我称之为人格的需求。我们都可以找到方法来满足这四种需求：工作更加努力，解决大问题，创造出故事来把这些需求合理化。最后两个基本需求是精神需求，它们更加少见——并不是每个人都

能得到这些精神需求的满足。一旦满足了这些精神需求，我们会真正地感到满足。

人类第五大基本需求：成长

人类第五大基本需求是成长。你如果现在停止成长，会是什么样子呢？你就死了。停止成长就意味着死亡。如果两个人的关系不再成长，如果一个企业不再成长，如果你这个人不再成长，那么不管你现在在银行里有多少钱，不管你有多少朋友，不管有多少人爱你，你都不会体验到真正的满足。我们成长的理由，我相信，就是我们有一些很有价值的东西可以给予别人。

人类第六大基本需求：奉献

人类第六大基本需求是奉献。尽管它听起来好像是老生常谈，但人生的秘密就在于给予。人生的目的不是为了我，而是为了我们。好好想想，当你得到一个好消息，令人激动的消息，你会做的第一件事是什么？你会打电话给你爱的人，分享这个好消息。分享强化了你能体验到的每一件事。

生命就在于创造意义。生命的意义并不在于你得到了什么，而在于你给予了什么。最终，你得到的东西从来不会给你带来长久的快乐，但是你成为什么样的人，你奉献了什么，会给你带来长久的快乐。

因为本书谈的是钱，请你好好想想，钱能够满足你的六大基本需求吗？钱能满足你的确定性需求吗？你觉得肯定能。钱能满足你的变化性需求吗？检查一下。很明显，钱能让我们感觉自己很重要，很受重视。但是钱能够满足你对人际关系和爱的需求吗？正如甲壳虫乐队那首经典的歌曲所唱的那样，钱不能买来爱，但是钱能买来狗！而且不幸的是，钱能给你一种错误的联系感，因为钱能够吸引很多人和你联系，尽管并不都是那种非常让人满足的人际关系。钱能带来成长吗？钱能推动企业的成长，也能推动学习的进步。你的钱越多，你能在财务上奉献社会的就越多。

但是我真正相信的是，如果你把重要性看得高于其他所有需求，那么你想通过赚很多钱来让大家都重视你，最后会竹篮打水一场空，除非你把自己赚的钱都捐赠给社会，以此来获得重视。如果你想从钱上获得重视，那么你要付出的代价会非常高。你追求的是更大的财富数字，但是你想因此得到更大的满足感，那是根本不可能的。

生命中最终的重要性并非来自某些外在的东西，而是来自某些内在的东西。生命中最终的重要性来自我们自己对自己的尊重，而自尊可不是我们

可以从别人那里得到的。别人可以告诉你，你很漂亮，你很聪明，你很明智，你最优秀；他们也可以告诉你，你是地球上最可怕的家伙。但是真正重要的是你觉得自己怎么样。你是不是相信你内心深处、灵魂深处还在继续成长，继续推动你努力前进，去做更多，去给予更多，不满足于你现在的水平，甚至不满足于你认为自己能够达到的最高水平。

没有东西会比成长和给予更加重要。尽管钱是一个特别厉害的工具，可以满足我们的六大基本需求，但是钱只是工具的一种。当你在追求钱的时候，不要忘记你为什么要追求钱。你其实是想满足某些情绪上和心理上的需求。在这些情绪的背后，是那些想让你的人生与众不同而必须满足的基本需求。

宇航员在月球上行走时，想象一下他们走过的人生旅程。他们从还是孩子时就梦想着有一天能够飞到外太空。直到那一天，巴兹·奥尔德林和尼尔·阿姆斯特朗站在月球上，回望我们居住的地球的奇观。我们大家只是在照片上看过地球的全貌，而他们两个人是人类历史上第一批亲眼看到地球全貌的人——这是多么重要的伟大成就啊。

但是后来他们怎么样了？他们参加了空中抛撒彩色纸带的大游行，受到了总统接见。他们成了美国家喻户晓的英雄人物。后来又怎么样了？假使你已经在月球上行走过了，现在只有39岁，那么以后你要做些什么？如果你研究过宇航员的历史，读过他们写的传记，你就会知道，很多宇航员都变得特别沮丧。为什么？因为他们能找到的唯一冒险方式就是太空旅行或者飞向月球。他们忘记了如何从日常生活中一个简单的微笑里找到冒险的快乐。

我不想给你更多说教，我只想用这短暂的时间来告诉你，现在是时候去掌控你的钱，而不是等着让钱来掌控你。要找到最快的方式来满足你的六大基本需求，感觉到你和别人的联系，感觉到你的人生多么重要，感觉到确定感和变化，把你自己置于一种给予别人的状态。每天找到一种方式，让自己感激别人更多，期盼自己得到更少，地球上最富有的人就是那个能够感激别人更多的人。

我第一次采访约翰·邓普顿爵士，是在我33岁的时候。他是身家几十亿美元的超级富豪，但是他起步时一无所有，他是白手起家的，而他能赚到如此巨大的财富，都是在历史上最糟糕的年代，别人都感到非常恐惧的时候：第二次世界大战后的日本；20世纪80年代末到90年代初，南美洲部分国家受到了巨大通货膨胀的冲击。当其他人非常恐惧的时候，邓普顿勇敢地站出来，大量投资买入。我问他："财富的秘密是什么？"他说："托尼，你知道的，你非常清楚地知道，你可以把这个财富的秘密教给每一个人，它就是感激。"你满怀感激的时候，就没有恐惧。你满怀感激的时候，就没

有愤怒。在我认识的人里面，约翰·邓普顿爵士是最快乐、最满足的一个人。尽管他在2008年去世了，但这些年来他的人生经历继续激励着所有的人。

如果你想非常富有，那么现在开始吧。今天你会对什么充满感激？今天你会对谁充满感激？你会不会对自己一路经历的那些问题和痛苦充满感激？如果你有了新的信念，你相信自己生命中发生的每一件事，都是为了服务你、帮助你，你又会怎么想？如果你从内心深处相信，人生种种经历并非偶然发生在你身上，而是专门为你发生的，你又会怎么想？你人生之路的每一步都是在帮助自己变得更加强大，让自己能做得更好，让自己能享受到更多，让自己能给予更多。如果你从这一点开始，钱就不再是你快乐的来源，也不再是你痛苦的来源。赚钱将只是一个被你逐步熟练掌握的有趣旅程，财富就变成了一个伟大的工具，让你成就那些生命中最重要的事情。

不过，既然钱是我们生命中如此重要的一部分，让我们先回到赚钱的轨道上。尽管我们这一章说的都是发自肺腑的真心话，但是你在投资理财之路上遇到的很多人，并不是从自我成长和奉献他人的角度来做投资交易的！你要进入一个竞争激烈的金融世界，里面的很多人和机构都在找机会欺负你，占你的便宜，因为你是一个缺少经验、不懂投资的菜鸟。所以，我想让你提前做好充分准备。在我们开始讨论把钱投资到哪里和寻找投资机会之前，我要告诉你注意避免哪些投资误区。

有一个原因可以解释为什么大多数投资者长期来看并没有赚到钱。我想给你必要的知识，既能保护你的投资安全，又能让你抓住机会让自己的投资增长最大化，从而能够让你实现真正的财务自由，速度比你想象的还要快。你值得拥有心灵的平静，很快就能真的拥有。翻到下一页……

# 第二部分 成为内行：加入之前先了解游戏规则

## 第5章 打破误区：粉碎9种投资营销谎言

牢记黄金法则：谁有黄金，谁定法则。

——无名氏

你必须先学习游戏法则，然后你必须比其他人玩得更好。

——阿尔伯特·爱因斯坦

我知道，你想直接跳过去学习投资，弄清楚自己的钱该被投到什么地方，以获得财务自由，我也想演示给你看。当我看到有人真的“懂了”，能够理解和接受投资理财这个游戏而且确实也可以赢，我会喜形于色。但是只是给你省钱，得到很高的回报，减少投资风险，这些并不够。你必须知道，这里有很多人想要拿走你的一部分财富。金融体系到处都是漏洞，我更想称之为地雷，它们会毁掉你的财务未来。所以在这个部分，我们将一起来击破9种投资营销谎言——证券公司、基金公司、银行等金融机构用这些谎话营销了很多年。如果你还没有意识到，或者如果你根本没有意识到它们把你洗脑了，这些投资谎言就会一步一步、有计划地摧毁你的财务未来。

从这部分开始，本书开始给你带来实实在在的好处了！如果你的工资处于美国平均水平，年收入5万美元，现在每年能够储蓄你工资收入的10%，并用这些钱长期投资，那么你的整个投资生涯可以节省25万美元。你只要用到你在这个部分学到的一部分知识就可以做到了。你根本不用工作，就能得到你目前5年的收入，足够你按照你现在的生活方式过上5年。这一点是被实际统计数据证实的，并非我胡乱编造出来的。如果你的收入低于美国平均水平，每年只能挣到3万美元，每年你只能储蓄个人收入的5%，那么你的整个投资生涯还是可以节省出来15万美元的，而你也不用工作就能拿到这么多钱。如果你的年收入高于美国平均水平，超过10万美元，那么通过学习这部分的投资理财知识，你的一生就能节省50万～100万美元。这听起来像是在吹牛，对不对？在本书后面的内容里，我会让数字来说话。

这一章很短，所以你一定要用心地读，因为你想马上采取行动。彻底粉碎这些投资理财谎言，你会立即“止血”。在原来你从来没有想过需要止血的地方，你可以省掉很多不必要的费用。了解了这9种投资营销谎言能保护你少受损失，确保你能够达到财务自由的水平，这正是我承诺要达到的理财目标。现在让我们开始吧。

## 欢迎来到丛林

不管你是一个经验老到的投资者，还是刚刚开始把自己看作投资者的投资菜鸟，面对的都是同样的金融世界，瑞·达利欧生动地把它描述为金融丛林，对于我们所有人来说，丛林中都布满了同样多的危险。但是这些危险大多数都隐藏在你所不知道的，会伤害你的事实里面。

## 报价

我希望你能这样想象一下，有人来找你谈生意，他说有下面这样的投资机会，想问问你有没有兴趣投资：他希望你投入100%的资金，承担100%的风险。如果这笔投资赚钱了，他要分走利润的60%，甚至更多，作为他个人的管理费。顺便说一下，如果这笔投资亏钱的话，是你亏钱，你还得一样付他的投资管理费。

你干吗？

我敢肯定，这种事想都不用想。你的本能反应是：“我才不会做这种傻事呢！这也太傻了。”唯一的问题是，如果你像90%的美国投资者一样，你投资的是典型的公募基金，不管你信还是不信，你其实已经同意签订上面那种投资合同条款了。

就是按照这样的合同条款，全世界2.65万基金持有人在主动管理型公募基金上，投资了1.3万亿美元。

这个世界是怎么做到让9200万美国人参与这样不公平的投资管理协议的？他们付出的管理费相当于未来潜在投资收益的60%，甚至更多，而自己能够得到的投资收益却没有任何保证。为了解开这个谜局，我坐下来跟投资大师约翰·博格交流，他是先锋公司的创始人。他85岁了，在华尔街干了64年，非常有资格来破解这个难解的金融现象背后的谜团。他的回答是什么呢？

“营销。”

“托尼，其实很简单，大多数人根本没有算账，而且这些费用好多都是隐

性的。我们来算算看：如果你20岁一次性投资1万美元，假如每年的投资收益率是7%，等你到了我这个年龄（80岁），经过60年，你原来投资的1万美元能增值到574464美元。但是，如果你每年要付2.5%的投资管理费和其他费用，经过同样的60年，你原来投资的1万美元只能增值到140274美元。”

我们来看一下，这笔买卖值不值呢？是你提供所有的投资资本，是你承担所有的投资风险，但你最后只得到了140274美元的投资收益，却付给那些主动管理型基金的基金经理投资管理费439190美元！他们拿走了你潜在收益的77%？他们凭什么？

“确实如此。”

金钱威力法则1：不懂规则，就不加入比赛。那些基金公司、证券公司、银行等金融机构有组织、有套路地向成千上万的投资者进行营销，以影响投资者的投资决策。我总结为9种投资营销谎言。这些“传统智慧”，经常是故意设计好来蒙骗你的，让你两眼一抹黑，看不清真实的现实。这些传统智慧用在你的金钱投资上，就会蒙住你的双眼。那些你没看到就不知道的事情现在就会，将来可能也会损害你的利益。无知不是什么好事，无知会让你痛苦，无知会让你争斗，无知会让你把财富白白地送给别人，而他什么好处也没有给你。

## 失败的实验

存在问题的并不只是客户投资成本很高的公募基金。上面讲的例子只是冰山一角，整个金融体系都是故意设计好了的，就是要把你和你的钱分开。

无一例外，我采访的每个专家，从顶尖的基金经理到诺贝尔经济学奖获得者都一致同意，游戏已经变了。和我们现在相比，我们的父辈那个时代的投资理财的复杂性要小得多，危险要少得多。为什么？因为他们有保障生活的退休金，这是由政府保障的终身收入。他们有大额定期储蓄，利率水平不高，但相当合理。我们现在存款利率只有0.22%，根本赶不上通货膨胀率。有些人还懂点投资，能投资买入一些蓝筹股，股利非常稳定。

船开了，世道变了，退休养老金体制也变了。

美国新的退休养老金体系，在1980年之后才真正开始改革，标志是实施401（k）个人养老投资计划。这其实是美国设计的一场巨大的投资实验，实验人群范围是美国历史上人口最多的一代——婴儿潮世代。这个实验效果怎么样？

“这个新退休养老金体系就是让你自己动手做投资，已经失败了。”特蕾莎·吉拉杜奇说。她是全美国公认的退休养老保障研究的专家，是纽约社会研究新学院的教授，大家都知道她对美国退休养老金体系的批评直言不讳。“失败的原因是，这套退休养老金体系是期望业余投资者获得的收益率能像专业投资者和基金经理一样高。这根本不现实。如果让你自己拔牙，你自己在家里接电线，你想会是什么样的结果？”

是什么变了？我们原来有政府保障的退休养老金，现在被换成了一种新体制，它是全球性的，非常复杂，而且经常是极度危险的，充满了隐性费用。所谓的好处就是能给我们“选择的自由”。在某种程度上，你要辛辛苦苦地工作，养家糊口，锻炼身体、保持身材，要和领导、同事、亲戚、朋友、同学搞好关系，而且你还得成为一个投资专家，做好自己退休养老金的投资管理，你能做到吗？那些设计新的退休养老金体系的政府官员认为，你能够轻松畅游投资迷宫，熟悉了解里面各种各样的金融产品和服务，能够让自己辛辛苦苦赚来的钱避免证券市场源源不断地产生的投资风险。这简直是天方夜谭。正因如此，大部分人都把自己的钱交给“专业投资者”管理，通常交给证券经纪人。证券经纪人是为一家证券公司工作的，在法律上未被要求从最有利于客户的角度出发做事的代理人（我们会在第4个投资营销谎言中做详细分析）。经纪人要想赚钱，靠的是用你的钱去购买那些让他或者他的证券公司赚钱最多的产品。

这里我要先说清楚：本书并不是一本猛烈抨击华尔街——美国金融机构的书。很多大型金融机构已经开创性地设计了一些特别优秀的产品，我们会在本书中仔细研究分析。绝大多数金融服务行业的从业人员非常关心客户，通常情况下，他们做的也是自己认为最好的事情。不幸的是很多人并不明白，这些证券公司、基金公司等金融机构，不管客户是赚是赔，它们自己都要赚钱。这些证券公司尽自己所能为客户做到最好，充分利用它们的知识（培训）和工具（产品）。但是这个体系的设计安排不能让你的证券公司经纪人有无穷的选择，也没有完全的自主权，能够帮你找到最合适的产品，而且要这样做，事实证明，其代价太高了。

你把自己未来潜在收益的很大一部分都作为基金管理费付给基金公司了，或者作为佣金付给证券公司的经纪人了，这非常不合理。但这只是你必须避免的投资陷阱之一。你如果想赢得这场投资游戏比赛，还有很多陷阱也必须避免。不过这里还是有好消息的：

在投资游戏中，你这个业余投资者还是能赢的。

事实上，你不仅能赢，而且投资游戏也会让你非常兴奋。是的，这里有很多困难和挑战，有很多陷阱，你必须尽量避开，但是想一想我们已经走了很远的路。现在只需要按一下按钮，付一点儿费用，你就可以投资全世界

任何地方、任何你想要投资的产品。“现在做得比过去好太多了。”詹姆斯·克卢南最近在《华尔街日报》上撰文写道。克卢南是一家非营利机构美国个人投资者大联盟的创办人。“你只需要决定做正确的事情就行了。”

“仅仅在35年前，你还必须花费好几个小时到公共图书馆查阅，或者写信给一家上市公司，只为了能看到它们的财务报告。证券公司的佣金和公募基金的管理费都高得离谱。税收高得简直像偷盗。”贾森·茨威格在《华尔街日报》的一篇专栏文章中写道：“即使股票市场让你紧张，也要想一想你拥有的恩典。”

从科技中受益的不只是高频交易者，科技让整个投资界的效率高了很多，让我们所有的人受益很多。这一点完美地契合了千禧一代的年轻人——任何东西只要慢一点他们就不能接受。“对于我们来说，一切都要快捷方便！”艾米丽大声喊道。她是我的私人助理，她是千禧一代中的一员，说话直来直去。“我们根本无法容忍缓慢和低效率。我们真的希望每一件事情都能够一键搞定。我们买东西都是从亚马逊网上订购的，我们只需要抬一下手指就买好了。我不用下载，就可以在Netflix（视频网站）上播放电影。我可以在网上订购一辆汽车，可以在网上买股票，可以在网上做我的PPT（微软公司的演示文稿软件）课件。今天早上，我拍了一张我的支票的照片，早上6点前支票上的钱就进到了我的银行账户里，我甚至还没有脱掉睡衣呢。”

## 赌场略有优势

史蒂夫·韦恩，亿万富翁，赌场大亨，他最大的成就就是把拉斯维加斯转变成世界娱乐之都，他也是我的一个最亲密的朋友。史蒂夫·韦恩建造的赌场，大家认为它可以称得上世界上最雄伟的建筑。尽管如此，他赚到巨大财富的秘诀却是一个简单的真理：赌场略有优势，但是这并不能保证他绝对会赢。在一个特定的夜晚，一个连续获胜的赌徒会从史蒂夫的口袋里赢走上百万美元，而且如果他的赌场不能够完全让这些赌客沉迷其中的话，赌客就会转身离开。另一方面，基本上所有的公募基金公司都有优势。它们是超级赌场，它们迷住了你，你哪里也去不了。不管你是赢是输，这些基金公司就像赌场一样，它们的收入都有保证。

## 再燃激情

2008年之后，美国股市暴跌超过37%，整个金融世界完全改变了，美国人对金融世界的看法也完全改变了。即使是在五年之后，保德信金融集团的一项调查表明，44%的美国投资者仍然说他们再也不会往股市里投一分钱了。58%的人说他们已经对股市丧失了信心。但是那些内行还留在游戏

里。为什么？因为他们更懂行了。他们更懂玩这个投资游戏的“正确”方法了，他们也知道今天有很多强有力的工具和策略是自己以前从来没有碰到过的。

现在你可以运用一种金融工具，由全球规模最大的银行发行，并支持以公司资产为你提供100%的本金保护，而且可以让你分享到市场涨幅的75%~90%的收益，比如标准普尔500指数。没有上限，这可不是印刷错误，你最高可以分享到市场上涨收益的90%。但是如果市场下跌了，你还是可以拿回你100%的本金。这听起来太好了，简直不像是真的。如果确实有这么好的产品存在的话，你应该早就听说过了，对不对？错。为什么？即使你听说过这种产品，你也必须是1%富豪中的前1%，你才有机会买到这些金融机构不向大众零售的金融产品，它们不会摆在货架上。这些产品是为那些有足够多财富来参与这种投资的富豪量身定制的。

这只是其中的一个例子。等你成了内行，你很快就会知道新的游戏规则如何用最少的风险获得财富，你就可以了解到更多这样的产品。

风险来自你不知道自己正在做什么。

——沃伦·巴菲特

## 少有人走的路

前面的投资之旅是那种需要你全身心投入来参与的旅程。现在，我们一起去攀登名为财富自由的山峰，这是你个人的珠穆朗玛峰。这条路不会是坦途，需要你提前做准备。你不能一见珠穆朗玛峰就爬，事先不搞清楚前面路上有哪些危险。有些危险是你知道的，有些危险会偷偷接近我们，来个突然袭击，比如一场暴风雪。所以我们开始登山之前，必须充分了解前面路上都有哪些艰难险阻。走错一步，你晚年就要为付下个月的房贷而发愁了；走对了，物质丰富的人生就在前面等着你，让你完全摆脱所有财务压力。我们不能让别人来替我们攀登财务自由的山峰，但是我们也不能一个人做成这件事。我们需要一个向导，他的心里装的永远是我们的最高利益。

## 顶峰

成功投资的核心理念非常简单：不断储蓄，直到储蓄的资本数量达到一个关键点，之后你的投资收益就能够产生足够多的收入，让你不用工作也能够保持你现在的生活方式，自由自在地生活。最终，你会达到一个引爆点，到那个时候，你的资产规模就达到了一个临界数量级。拥有这么多财

富意味着你再也不用去工作了，除非你选择去工作，因为你的投资账户产生的利息和投资升值会给你带来相当多的收入，足以满足你的生活需要。这种财务自由就是我们要攀登的顶峰。一个非常好的消息是，你不断学习进步成了投资内行之后，会有很多新型、独特的解决方案和投资策略，它们会加速你攀登顶峰的速度，甚至可以保护你，避免你滑落下去。但是在更加深入地探索了解这些解决方案前，我们先要清楚地画出我们未来投资之旅的路线图。

你的投资游戏有两个阶段：第一个阶段是积累财富，你要不断地储蓄金钱，追求财富增长；第二个阶段是消耗财富，你不断地提取收入，不断地花钱。上山的旅程代表的是你的财富积累阶段，目标是到达峰顶，也就是到达我们前面所说的临界数量级。我们要尽可能长时间地停留在峰顶，能停多久就停多久。你可以欣赏四周美丽的风光，呼吸新鲜的自由空气，享受自己的伟大成就。这一路上会有很多困难和障碍，如果你不能保持警觉，甚至还对自己撒谎，它们就会阻碍你到达峰顶。为了保证成功的可能性最大，我们要清除这些困难和障碍，后面我们会详述具体办法。

在到达峰顶之后，我们就进入了人生的第二个阶段——消耗财富阶段。这里我们可以享受自己创造的财富，享受我们通过不断地积累才得到的财务自由，从此不再为了钱而工作。你只有在愿意工作的时候才去工作。在这个阶段，我们从山顶一路滑下，只需自由享受自己的人生。跟我们爱的人在一起度过生命宝贵的时光，创建我们想要留给后人的遗产，做与众不同的事。正是在这个阶段，我们会彻底消除婴儿潮世代的最大恐惧：人活着，钱没了。资产管理行业只专注于如何投资赚钱的问题，却很少讨论这个人生的第二阶段，即如何花钱的问题。

“并不是说你到某年某月某日，当你的账户里攒到了足够的钱，你想怎么花就可以怎么花。”杰弗里·布朗博士说。他是伊利诺伊大学的金融学教授，也是美国财政部和世界银行的顾问。“我想，很多人快到退休年龄的时候，会突然醒悟：‘你知道吗？我本来做的工作挺好的，我攒了这么多钱放在那里，但是我不知道我还能活多久，我不知道我的投资收益率会有多高，我不知道未来通货膨胀率会有多高。万一我还活着，钱却花没了，那就惨了。我该怎么办？’”

最近我读到他在《福布斯》杂志专栏中的一篇文章，我马上打电话给布朗博士，看看他是否愿意抽时间坐下来，给各种类型、不同等级的投资者分享一下退休养老金问题的具体解决办法。（在本书的第五部分里，有我采访布朗博士的内容，他会给大家讲解如何创造终身收入，以及如何让这份收入完全免税。）要勾勒出退休养老金问题的解决之道，没有人比布朗博士做得更好了，因为他既是顶尖的学术专家，又是美国总统为社会保障咨询委员会指定的七位顾问之一。

## 挣脱锁链

戴维·斯文森是我们这个时代最成功的投资者之一，他的忠告是：要想取得不同于传统的成功，就不能接受传统智慧的误导。让我们来打破误导投资大众的9种投资营销谎言，此外，更重要的是去探索发现新的金钱游戏规则，以及那些会让你获得财务自由的投资真理。

我们先从最大的那个投资营销谎言开始……

按照投资百科网站上所说的："主动管理型的基金经理，依赖于分析、研究、预测，以及他们自己的判断和经验，来做出投资决策——买入、持有、卖出。与之相反的是被动型管理，更通俗的说法是指数投资。

# 第6章 哄来13万亿美元的营销谎言1：“把投资交给我们管理，我们能够战胜市场”

非专业投资者的目标不应该是挑选牛股——不论是他还是他的帮手（投资顾问和基金经理都不能做到），而应该是同时拥有所有代表性企业的股票。总体而言，肯定会表现得很好，一个低成本的指数基金，就可以达到这个目标。

——沃伦·巴菲特（《2013年致股东的信》）

你看一看扣除费用和税收之后的净收益，就会知道在比较长的期限内，你几乎没有可能战胜指数基金。

——戴维·斯文森（耶鲁大学的首席投资官，管理捐赠基金超过239亿美元）

## 财经娱乐

现在你打开电视上的财经频道，你看到的“新闻”很少，耸人听闻的事件很多。荧幕上都是大大的脑袋特写，他们在激烈地争论。那些推荐股票的主持人和专家，高声尖叫着当天的热门股，他们的声音从我们家客厅的音响里传出来，就像摔碎盘子、碟子一样尖锐混乱。记者就直接站在股票交易所里，进行现场报道。这套宣传体系是由广告商来付费的，目的就是要让你看了这些节目后形成一种感觉，我们就要错过机会了！只要我听了专家的热门股建议，肯定会赚钱。我听了专家的建议购买了这只基金，它肯定会成为下一个五星评级基金。（基金权威评级机构晨星公司对基金进行评级，最低是一星，最高是五星。）

追逐业绩排名是一门大生意。个人理财作家简·布莱恩特·奎因曾经把这种大肆宣传业绩排名的做法称为“金融业色情宣传”。它勾引我们去看那些印得非常精美的广告插页，只不过是把美女照片换成了五星级评级基金，或者换成了暗示你买了基金就能赚大钱、享受美好生活的照片，比如，无忧无虑地在沙滩上漫步，跟我们的孙子孙女一起坐在游艇的甲板上钓鱼。其实这些基金广告宣传的真正意图是，想要拿走我们口袋里的钱。各家基金公司争夺你财产的战争非常猛烈。

那么你把你的钱放到哪里呢？你能够信任谁呢？谁会保护你的资金安全，并为你的投资创造最好的投资收益呢？

这些问题，你马上就要考虑了。因为你现在已经承诺要把自己的收入拿出来一部分储蓄，去做投资了，你承诺自己要成为一个投资者了。那么大多数人把他们储蓄的钱投资到哪里去做长期投资了呢？一般是投到股票市场。

过去100年，股票市场确实是长期投资最好的地方。史蒂夫·福布斯参加了我在爱达荷州太阳谷举办的一场投资理财活动，那是在2014年。他说："1935年在股票市场投资100万美元，到2014年，100万美元能够增值到24亿美元。你如果能一直持有，就能赚2400倍。"

但是，你开立了个人退休金账户或者参与了公司的401（k）退休金投资计划后，马上会有一个能说会道的营销员（或者销售流程）打电话给你，建议你把这些钱投资购买基金。表面来看，你买了一只主动管理型基金，实际上你真正购买的是什么？你其实买的是人，是基金经理。你付管理费给基金经理，希望他的选股能力胜过自己。这是一个非常自然的前提假设，因为我们这些业余投资者天天为工作和生活忙得不可开交，我们自己选股的那一套方法很低级，和朝着股票代码一览表乱扔飞镖差不多。

于是，我们把自己的钱委托给那些得到最高五星评级的主动管理型基金经理。顾名思义，主动管理就是主动积极地采取行动，努力追求战胜市场，其方法是让基金经理成为一个比别人更好的选股高手。有时我们称这是一个价值13万亿美元的谎言（因为投入主动管理型基金的资金规模高达13万亿美元）。你准备好直面这个13万亿美元的最大投资营销谎言了吗？

在一段较长的持续时间里，96%的主动管理型基金未能战胜市场。如此高的失败比例，简直令人难以置信。

说得更清楚一点，我们说的"战胜市场"是总体而言的，我们说的市场一般是用一只股票指数作为代表的。你会问：什么是股票指数？有些人也许知道，但是我担心还有些人并不知道，要是不解释，这些人会听不明白，所以我先来解释一下股票指数。股票指数其实就是从所有上市公司中选择出有代表性的一篮子股票，或者说是一组股票，计算这些样本股的价格平均数。美国最常用也是最有名的股票指数是标准普尔500股票指数。其实就是标准普尔公司选择出来的500家顶尖上市公司，作为构成指数的成分股。主要的成分股有：苹果、埃克森美孚、亚马逊等。每天标准普尔公司会评估所有500只成分股的股价表现，把它们作为一个整体计算其最新价格，这就是我们看到的指数。你晚上听到新闻报道说股市上涨了或者下跌了，说的就是指数上涨了多少点，或者下跌了多少点。

你要追平股市就是要追平指数，那就要分别购买所有500只成分股，成分股变了，你还要跟着调整，卖出被剔除的成分股，买入新加入的成分股，

这相当麻烦。有了指数基金，一切都非常简单了。你只要购买一只低成本指数基金，因为指数基金就是追踪或者复制指数，你的钱和成千上万的投资者的钱就会聚集到一起，其规模很大，可以用和指数同样的比例同时持有所有500只顶级上市公司的股票。只要购买一份指数基金，你就可以拥有整个“美国市场经济”的一小部分。用这种指数投资方式，其实你购买的是整个美国经济体系，你的信心来自100年的历史事实：过去100年，美国最强大的500家上市公司一直显示出了不可思议的活力。即使遇到经济衰退和经济大萧条，甚至是世界大战，它们也一直能够找到办法来增加价值，增长业务，提高收入。如果一家公司表现不好，不能进入前500名，标准普尔公司就会把它剔除出500只成分股的名单，用其他股价表现更好的上市公司代替。

这里我想讲的关键点是投资指数基金，你就不用再付钱给专业投资者帮你选股了。其实你已经选好股票了，因为标准普尔公司选择500只成分股时，就已经选择了表现最好的500家上市公司。顺便说一下，其实还有各种不同的指数。我们很多人都听说过道琼斯指数。我们很快会讨论分析其他指数。




图6-1

## 10000种选择

目前美国有7707只各种各样的基金。你知道吗？基金比股票还要多，美国股市只有4900只股票。所有这些基金都在竞争，抢夺为你管理投资的机会，它们都说自己能够帮你战胜市场。但是统计数据就摆在那里，值得我在这里再重复一下：96%的基金业绩未能追平市场或者战胜市场，在任何一段持续的时间里都是如此。这是不是令人震惊的大新闻？不，对于投资圈里的人来说，这根本不是新闻；对于机构来说，这也根本不是。瑞·达利欧特别强调：“你不要想去战胜市场！没有人能战胜市场！只有极少数人能获得金牌。”他碰巧正好是极少数投资比赛金牌的获得者之一，而且他非常诚实，才会向我们发出这样的严重警告。业余投资者根本别想战胜市

场。

甚至是沃伦·巴菲特——尽管他以发现价值被低估的股票的神奇能力而闻名于世——也警告说，普通投资者根本不要想选股或者选股战胜市场。在他著名的《2014年致股东的信》里，巴菲特解释说，当他去世之后，他的作为信托留给妻子的钱，只能投资于指数基金，这样可以让成本最小化，让潜在的收益最大化。

巴菲特非常确定，即使是专业的选股者，长期来看也不能战胜市场。他的嘴怎么说，他的钱就会照做，他言行一致。2008年1月，巴菲特打了一个百万美元的大赌，对家是纽约的门徒投资合伙公司，最后的赢家可以把自己赢得的这100万美元，全部捐赠给自己指定的慈善组织。他们赌的是什么？门徒基金挑选了5只顶尖的对冲基金（中国人更多地称之为私募基金），赌它们未来十年的整体业绩能不能跑赢标准普尔500指数。目前十年赌局已经过去了6年，到2014年1月，标准普尔500指数6年上涨了43.8%，5只对冲基金6年上涨了12.5%。尽管十年赌局还未到期，但是指数基金领先的优势很大，就好像是世界上跑得最快的人博尔特跟一群小孩赛跑一样。（有些人可能不太了解对冲基金，其实本质上就是私募基金，非公开募集，客户只限于那些高净值人士，即财富非常多的人。对冲基金经理拥有完全的投资操作灵活性，既可以“做多”，市场上涨会赚大钱，也可以“做空”，市场下跌也会赚大钱。）

## 事实就是事实，无可争辩

金融行业研究专家罗伯特·阿洛特，研究大联盟的创始人，花了20年的时间研究业绩排名前200且管理资金规模超过1亿美元的主动管理型基金。结果令人震惊：1984—1998年，一共15个完整的年度，200个基金经理中只有8个人战胜了标准普尔500指数。（先锋500指数基金，是由先锋公司创始人约翰·博格创立的，是历史上第一只指数基金，它完全复制标准普尔500指数。）

也就是说，你想从这200只基金里面选出战胜市场的8只基金，概率为4%。你要是玩过“21点”的扑克牌游戏，就知道游戏目标是让你的牌的合计点数尽可能接近21点，但是不能超过它，不然牌就爆了。丹·希思和奇普·希思兄弟两人在《快公司》杂志上发表了一篇文章，题目是《黏住客户：公募基金的谎言》。兄弟俩写道：“打个比方，你玩21点，已经翻开了两张牌，它们都是10，这样你总共是20点，那么你内心有个傻瓜在高喊：‘再要一张，大赢一把！’你有8%左右的机会能赢！”

那么追逐业绩排名把我们伤得有多惨呢？从1993年12月31日到2013年12月31日，20年的期限，标准普尔500指数平均年化收益率是9.28%，但是

公募基金投资者的收益率只有2.54%。这是业内领先的研究机构达尔巴的研究结果。天啊！基金投资人比市场平均业绩要低近80%。

在现实生活中，这意味着财务自由跟财务绝境的巨大区别。换种方式，用数字说话，如果你觉得自己就是一个普通人，投资策略很简单，就是持有标准普尔500指数基金，那么你刚开始投资10000美元，过了20年，投资升值到55916美元，财富增长了5倍多。如果你因为听信了基金公司的营销广告，买了公募基金，觉得把钱交给基金经理管理可以战胜市场，那么你同样投资10000美元，20年后，它只能变成16386美元，财富增长不到2倍。

为什么差别会这么大？

原因是我们总想低买高卖，结果总是高买高卖。我们跟着自己的感觉走，或者跟着自己的情绪走，或者跟着股票经纪人、银行理财经理的建议走，从这只基金跳到另一只基金，跳来跳去。我们总想抓住一只业绩更好一点儿的基金。但是当股市下跌的时候，我们再也忍受不了账面损失所带来的情绪上的巨大痛苦，然后就把基金低价抛售了。但当市场上涨时，我们又会大量高位买入。正像一个著名的基金经理巴顿·毕格斯所说的那样："牛市就像性爱，快要结束的时候感觉最爽。"

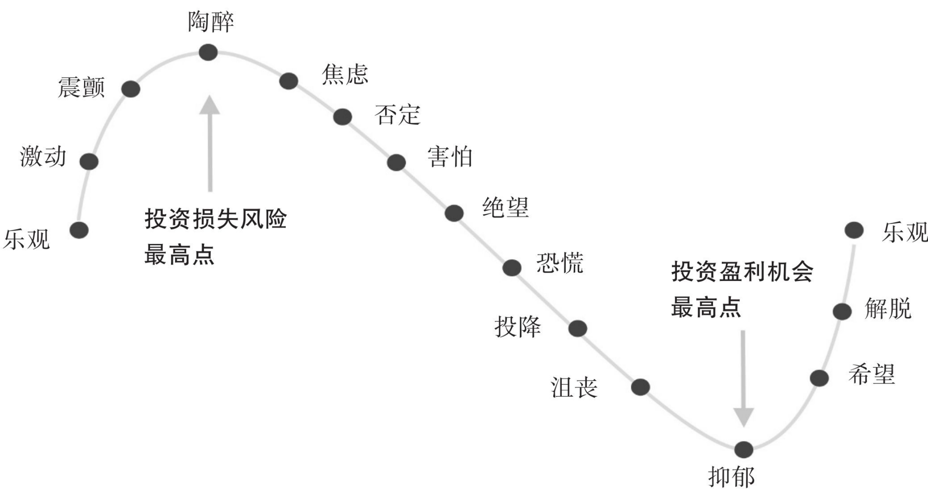



图6–2

## 年纪越大，智慧越多

现在已经82岁高龄的伯顿·麦基尔，经历过你所知道的每一种市场波动周期

和市场风潮。1973年他在写《漫步华尔街》这本书时，根本没有想到它会成为历史上最经典的投资名著之一。这本书的核心理念是，在股票市场择时是一个输家的游戏。本书第四部分记录了我采访麦基尔的内容，听他分享一生的投资智慧。现在，你需要知道的是，麦基尔是第一个提出指数基金概念的人，即不要试图战胜市场，而要追平市场，或者说简单地“复制”市场。

现在，投资者都知道这种策略叫指数投资，也叫被动投资。这种投资风格与主动投资完全相反。主动投资是你付给一个基金经理管理费，让他主动积极地做出选择，买入某些股票或者卖出某些股票。这个基金经理不停地买进、卖出股票——“主动积极地”工作，希望能够战胜市场。

后来，约翰·博格创立了先锋公司，就把这家公司的未来发展方向押到了这个投资理念上，创造出了全球第一只指数基金。我去采访博格，问他先锋公司为什么会成为全球资产规模最大的指数基金管理人，他的回答铿锵有力：“最大化分散限度，最小化成本费用，最大化税收效率，降低换手率，降低换手成本，没有销售佣金。”他说得像“电梯游说”一样简短有力！

## 捷径

读到这里，你可能会想，肯定会有一些人能够战胜市场。要不然，怎么会有13万亿美元的资金购买主动管理型基金？基金经理确实会有一段时间顺风顺水，业绩跑赢市场。但是问题是他们不能把这种领先的优势长期保持下去。正如约翰·博格所说的，最后都是“营销”！人的本性就是想要比别人更快、更好、更聪明。所以卖一只热门基金一点儿也不难。业绩好，排名领先，自然有人抢着买。但是当这些热门基金的业绩变得不好，变成冷门基金时，马上就会有别的业绩好、排名高的热门基金出现，于是又出现一波疯狂的抢购。

我们前面说过只有4%的基金经理能够战胜市场。但是，战胜市场的4%的基金经理是完全不同的人。博格给我解释了这一点。他表述的方式非常好玩儿：“托尼，如果你能找到1024只大猩猩，把它们聚集到一家体育馆，教它们抛硬币，会有一只大猩猩连续10次正面朝上，成为冠军。大多数人会说这只大猩猩只不过是运气好而已。但是如果这种事发生在基金行业，我们就会称这家伙是天才。”那么同样还是这只大猩猩，接下来又连续10次抛硬币，其都是正面朝上的概率能有多大呢？

2013年诺贝尔经济学奖获得者尤金·法玛为三维基金顾问公司做了一项研究，其中有句话说得好：“现在还有什么人相信市场无效呢？很明显，只有朝鲜人、古巴和主动管理型基金经理。”[1]

那些在金融服务行业工作的人，读到这个部分，要么点头表示赞同，要么想利用这本厚厚的书敲开某公司的门，找份新工作！有些金融从业人员正搜集各种各样的武器进行反击。这毫无疑问是一个非常极端的观点。我们都相信，聘用世界上最聪明、最有天赋和才华的基金经理，能让我们更快地实现财务自由。毕竟，谁不想找条捷径快速登上顶峰呢？下面就是最疯狂的事：

每个人都有权发表个人意见，没有人有权否认自己看到的事实。

的确，有些基金经理会说："牛市的时候，我们也许无法跑赢市场。但是，熊市的时候，我们可以主动采取措施来保护你的资产，让你的基金净值比市场跌得要少。"

如果是真的，嗯，这确实会让投资者感觉舒服很多。

投资的目标是在承担既定风险程度的前提下（理想情况是承担的风险水平最低）得到最高的净收益。让我们来看看，在股市下跌的时候基金经理是怎么做的。2008年金融危机，股市暴跌，先分析这段历史是最合适不过了。

2008—2009年年初，美国股市一年的跌幅创下了大萧条之后的历史之最（准确地说是从最高点到最低点，下跌了51%）。对冲基金经理有足够的时间来做出防御行动。当市场下跌15%，或者25%，或者35%的时候，他们都可以采取适当的措施。再一次，我们让事实说话。

不管基金经理是想击败标准普尔成长股指数（成分股有微软、高通、谷歌等），还是想击败标准普尔小盘股指数［成分股有Yelp（美国最大点评网站）等］，这些专业选股人再次跑输指数，根据2012年的研究报告《标准普尔指数与主动管理型基金业绩对比》，标准普尔500成长股指数跑赢了89.9%的大盘成长型基金，而标准普尔500小盘股600成长指数跑赢了95.5%的小盘成长型基金。

## 独角兽

现在我已经清楚地说过，几乎没有任何人可以长期战胜市场。但现在我要举出一个例外。确实有一小撮基金经理做到了似乎根本不可能的事——持续战胜市场，但是他们是独角兽，凤毛麟角，他们是魔术师，市场巫师，就像绿光资本的基金经理戴维·埃因霍恩。1996年，他推出了自己管理的基金，累计赢利2287%（这不是印刷错误），而且没有一年出现亏损。但是不幸的是，即使你知道有这些超级明星基金经理，对于普通投资者来说也没有什么用，因为这些超级明星基金经理的基金大门已经关掉了，不再

向新投资者开放申购。瑞·达利欧的桥水基金已经超过十年不再接受新的投资者加入了，即使原来接受新的投资者加入的时候，它也要求至少投资1亿美元，而且拥有50亿可投资资产。我的天啊，这门槛可真高！

保罗·都铎·琼斯一直保持不亏钱超过28年。最近，他告诉他的投资者，要退回20亿美元给他们。他的目的是缩小基金规模，因为一只对冲基金规模太大，进出市场就变得更加困难——难以快速又轻易地买进卖出。速度变慢意味着投资收益变低。

听到这里，你也许开始想本书是来鼓吹对冲基金闪闪发光的业绩的，所以我有必要做出解释。截至2012年，连续5个年度，大部分对冲基金经理都跑输了标准普尔500指数。根据财经新闻网站Zero Hedge的统计，2012年基金平均业绩为8%，而标准普尔500指数涨幅为16%。2013年对冲基金平均业绩为7.4%，而标准普尔500指数上涨29.6%，创下了1997年以来的最高年度涨幅。我可以肯定，那些富有的客户自己买的对冲基金连大盘也跑不赢，他们肯定不会感到满意。让他们更加心痛的是，这些对冲基金每年还要收取2%的管理费，再加20%的业绩提成，而且真正拿到手的投资收益，你还要按照最高级别的税率交纳所得税。我的心好痛。

## 全球最大银行的女掌门人

无论是在生活的哪个方面，我总是在寻找规则的例外，这正是创造卓越成就的地方。玛丽·卡拉汉·厄道斯正好符合这个要求。在金融行业这个男人主导的领域，这个女人却爬上了金融世界的金字塔的塔尖。华尔街这个地方，业绩说话的声音远远高过其他任何言辞。厄道斯的业绩高得出奇。她持续取得突破性的业绩，让自己成为J.P.摩根资产管理公司的首席执行官，现在她监管的投资组合资产规模超过2.5万亿美元。是的，单位不是亿是万亿。

写本书的时候，我采访了厄道斯，我们交流得非常好。她分享了一些非常深邃的智慧，我们会在第六部分一起倾听。但是当我抛出那些学术研究成果，说这些成果都表明没有基金经理能够长期战胜市场时，她马上就提出异议，J.P.摩根公司的很多基金经理，过去十年，在他们各自不同的资产类型上面，都战胜了市场。为什么？她提供的这些基金案例在市场下跌的时候，亏损幅度都低于市场跌幅。她说，正是这个差异为他们提供了领先市场的优势。厄道斯和很多行业专家一致同意，某些欠发达或者新兴市场为主动型基金经理提供了一些机会去获得“优势”。他们有机会在新兴市场获得很大的优势，例如肯尼亚、越南。在这些新兴市场里，信息并不像美国股市那样透明，信息传播速度也不是那样快。厄道斯说，在这些市场中，像摩根大通这样的公司有巨大的影响力和资源，可以利用公司在当地

的关系及时洞察最新的情况，形成价值巨大的看法。

按照约翰·博格的说法，没有任何实证研究可以证明，主动管理型基金在所有资产类型里更加有效，包括大盘成长股、价值股、核心股、中盘成长股，等等。但是事实确实表明，在这些新兴市场的确存在投资机会，有时能够让主动管理型基金战胜市场。这些基金未来能够继续战胜市场吗？只有时间能够告诉我们答案。我们确实知道每一个主动型基金管理者，从瑞·达利欧到摩根大通，都要努力战胜市场，但在某个时点他们肯定会出现错误。因此发展形成一套投资体系，进行合适的资产配置至关重要。我们会在第四部分讨论这一点。你自己具体选择什么样的投资策略，有待你自己做评估。不要忘了，还要考虑费用和税收（我们会在下一章详细讨论）。

## 全天候投资策略

你阅读本书的时候可能遇到牛市，可能遇到熊市，也可能遇到横向盘整市。谁知道呢？关键是需要你的投资做好准备，迎接时间的考验，做一个全天候投资组合。我所访谈过的投资大师，在行情好的时候和行情不好的时候都做得很好，未来我们可以肯定的是市场会上涨也会下跌。生活要幸福并不能只是等着风暴过去，还要学会在雨中跳舞。在生活中你要消除害怕遇到风暴的恐惧感，好让自己能够专注于做好最重要的事情。

## 何时？何地？如何？

那么，全天候投资组合是什么样的？“托尼，我该把钱投到什么地方？”

第一，你没有必要浪费时间自己选择股票或者自己选择业绩最好的基金。购买一只低成本的指数基金，让它占到你所有资产的一定比例，这是最好的投资方式，因为我们不知道未来什么样的股票会表现最好。你想想，这样投资指数基金多酷啊，只要这样被动投资，持有市场上所有股票，你就可以击败96%的人称“投资专家”的公募基金经理和同样多的私募基金经理（对冲基金）。这样做你就可以完全解脱了，再也不用费心费力地选择牛股，也不用选牛基金了。就像约翰·博格告诉我的那样，投资会让你感觉有点违反直觉。长期成功的秘诀就是：“什么也不要做，老老实实地待在那里。”不要去战胜市场，而要成为市场。这样你就会站在胜利者的那一边，跟着市场一起不断前进，不断成长，不断扩张。

到目前为止，我们很多次提到“市场”或者标准普尔500指数。但是请记住，标准普尔500指数只是股票市场众多指数之一，股票市场只是众多金融市场之一。比如，我们很多人都听说过道琼斯工业平均指数。其实除了股票指数之外，还有其他市场指数，例如商品指数、房地产指数、短期债

券指数、长期债券指数、黄金指数。每种指数购买的比例，至关重要，我们会在第四部分做深入讨论。那么，你想不想让瑞·达利欧来告诉你什么才是他认为的理想的资产配置？在本书后面他分享了投资策略，1984—2013年，他每年的投资收益率只是略低于10%，85%的时间里他都是赚钱的。事实上，2008年股市下跌了37%，他的投资组合模式只下跌了3.93%。我真希望2008年股市暴跌的时候，我已经知道了他推荐的这种投资组合。

你也可以听一听戴维·斯文森是怎么说的。正是这个人管理着耶鲁大学的捐赠基金，从10亿美元增长到超过239亿美元，平均每年收益率为14%。在本书后面，他也分享了他认为的理想的投资组合。所有这些大师的非常宝贵的投资建议都会收录在本书第六部分中。

你如果只关注这些专家推荐的投资组合模式，但并不完全了解资产配置，这就像是在不结实的地基上建造房子。如果你还没有深入地了解你的目标，只关注投资组合，那你完全是在浪费时间。也许最重要的是，如果我们不能保护你躲开那些想要把你的财富拿走一大部分的投资营销人员，你就会输个精光。这正是我们要在这里揭开9种投资营销谎言的原因。这也是简单7步投资法的第二步，让你能成为一个投资“内行”，知道事实真相。你只有知道事实真相，才会真正生活得自由自在。

## 成为明星基金很值

我们前面把该讲的都讲了，证据表明主动管理型基金几乎不可能战胜市场，但是毫无疑问，有些人还是会说：“托尼，你不用担心，我已经做了很多研究，我只投资五星评级的基金，低于五星评级的基金我一分钱也不投。”噢，真的吗？

根据晨星公司的研究，2000—2009年年底，投资公募基金的资金约有2万亿美元，大概有72%的资金都流向四星或者五星评级的基金。有些人可能不太熟悉，晨星公司提供基金评级的全套服务，晨星基金评级最流行最常见，它根据基金过去的业绩表现制定了一套五星评级体系。股票经纪人和银行理财经理指导你哪个会是下一个热门基金，他们眼睛盯着的，嘴里说的都是几星评级。

戴维·斯文森告诉我：“晨星基金的星级评级实在太重要了，以至基金评级低于4星了，基金公司很快就会出手消灭掉。”2008—2012年，27%的美国国内股票投资基金和23%的国际股票投资基金都消失不见了，它们要么是合并了，要么是清盘了。这是很常见的做法，消除那些基金糟糕的历史业绩记录，整个基金家族就只剩下历史业绩辉煌的明星基金了。

基金公司的套路是设立多只新基金，看哪一只表现好就重点扶持，大力宣传营销。其他表现不佳的基金全部安乐死。约翰·博格这样解释道：“一家基金公司开始时会同时孵化5只小基金。它当然努力想让这5只基金都能胜出。这当然不可能。结果过了几年，其中4只基金都不能战胜市场，只有1只基金确实表现很好。它会抛弃那4只基金，然后开始大力营销那一只做得特别好的基金，其卖点就是非常好的历史业绩。”

想一想，我们在自己的投资生涯里会采取这种做法吗？如果你选了5只股票，有4只下跌，只有1只上涨，难道你会假装自己从来没有选过那4只亏损的股票吗？你还会告诉你的朋友，看你选到了一只多么牛的大牛股，以证明你的选股水平和巴菲特的一样，你是选股高手。这不是打肿脸充胖子吗？

除此之外，这些获得四星评级和五星评级的基金后来都成了死亡之星。《华尔街日报》上有一篇文章对此做了深入研究，标题是“投资者上了基金星级评级的大当”。这份研究报告追溯到1999年，研究了那些购买了五星评级基金的投资者之后十年的业绩表现。研究的发现是什么呢？“在这十年里，初期获得五星评级的基金有248只，但是十年之后还保有五星评级的基金只剩下4只。”

有多少次你选了一颗冉冉升起的新星，却看到它在燃烧后突然坠落、化为灰烬，这些冉冉升起的新星98%都会熄灭，坠入黑暗，只有2%的新星会继续熊熊燃烧，我们都希望找到那个金手指，能够点股成金。但是历史表明那些金手指最后会变成铁手指，最终化为尘土。这正是拉斯维加斯永远会赢的原因。

投资内行都知道，追逐业绩排名很高的基金就像追逐风险一样，最后会落得一场空。但是，人类的本性决定了人们会追逐业绩排名很高的基金，这几乎是无法抵抗的诱惑，但是羊群心理最终导致数百万家庭的财富毁灭。我知道如果你正在读本书，你再也不愿成为这些明星基金的牺牲品，你正在努力成为投资专业人士。还有没有其他投资内行所用的很厉害的投资策略呢？让我们来找找。

## 盈利有保障

过去的100年里有70%的时间，市场处于上升状态。但是还有30%的时间，股市是下跌的。所以尽管对于你的一部分资金来说，指数投资是一个很好的解决之道，但是对于你的所有资金来说它并非最佳的策略，你不能把所有的资金都投到指数基金上。市场起伏不定，所以当市场再次出现暴跌时，你想保护你的投资组合的一部分绝对安全是很理智、很正常的。哎，从2000年到现在，股市已经两次腰斩了。

我们会给你介绍一个令人激动的策略：当股市上涨，指数上涨时，你能赚钱；当股市下跌的时候，它马上可以保证你的本金安全。这代表什么？你不用牺牲所有的投资收益。

大部分人根本不相信有这样的投资工具。为什么你从来没听说过？因为这些投资工具一般都是给那些高净值客户保留的，我会告诉你，告诉普通投资者能够找到这些投资工具的少数地方之一。想象一下你的朋友们疑惑地看着你的感觉，他们搞不明白为什么投资市场上涨时，你会赚钱，投资市场下跌时你也不会亏钱。只用一种投资策略就能完全改变你对投资的看法，这就像在你爬山时有条安全绳，而别人只能历经惊险和刺激，一路攀爬，只能向上天祈祷自己不会出事。想象一下那种确定的感觉，那种内心的宁静吧，因为你知道你没有处在风险之中。这会如何改变你的人生？当你每个月打开你的对账单时，你会有什么样的感觉？你是咬牙切齿，还是感到冷静和镇定？

这只是皮毛而已，后面我们要讲述的投资智慧和工具会让你觉得深不见底。所以你要一直保持热情，但现在我们可以先记住我们前面所讲的东西。

●到目前为止，股票是做长期投资最好的地方。

●股票价格波动很大，后面你会学到如何抹平高峰和低谷，稳定地骑在马上。大师们的方法是投资多种不同的指数，让投资分散化、多元化。

●啊！很少有人会战胜市场。相反，我们要和市场站在一起。你只要做出投资计划，我们会教你一步一步地去做，你就不用再浪费时间去选股了，因为指数已经帮你做好选股了。这会帮你节省大量的时间和精力。

●开始像一个投资内行一样思考，再也不要容忍自己在投资生涯里出现那种羊群心理了。

## 关于费用的费用

通过引入指数投资的力量和被动地持有整个市场，你就会战胜第二个投资营销谎言。我问过很多人，几乎没有一个人准确地知道自己付的费用是多少。我承认，我自己也曾经根本不知道自己付的费用是多少。那些金融机构就是专门制造费用的工厂，它们的手法非常高明。它们要么把费用隐藏起来让你根本看不到，要么把费用包装得让你感觉数额很小，完全可以忽略不计。“没有什么大不了的。”这句话说得再确切不过了，一点儿小钱，你感觉无所谓。当你攀登财务自由的山峰时，你需要每一点儿资金，它能够让你多前进一点儿，更接近成功一点儿。要是进两步又退一步，因为那

些过多的费用会吸干你一大部分投资收益，这可让你负担不起。真正的问题是，你赚的钱到底是进到了别人的退休金账户，还是进入了自己的退休金账户。翻到下一页，我们一起来找寻答案。

---

[1]主动管理型基金经理依赖于自己的判断和经验来做投资决策，选择哪些股票和债券，买入、持有，还是卖出。他们相信用这种方法有可能战胜市场。

# 第7章 投资营销谎言2：“我们的收费？你付的只是小钱！”

公募基金行业是全球最大的揩油机构，7万亿美元流进基金经理、经纪人和其他投资内行的手里，这可是美国很多家庭、院校、老人退休储蓄的钱。

——彼得·菲茨杰拉德

［参议员，2004年提出公募基金改革法案（后来让参议院银行委员会毙掉了）］

## 先伤害，再侮辱

再没有比这样的事更让人生气的了，告诉你的是一个价格，但是后来你发现你支付的是另外一个价格。你要买辆新车，谈好了价格，但是当你回去签合同的时候，就会有几千美元额外的费用神奇地冒出来。你住了一家酒店，退房结账时却发现要额外征收度假费、旅游税、无线上网费、毛巾使用费——你明白了吧。

这真让人沮丧。我们感觉让人骗了，被人暴力威胁，反正结果就是付的钱比我们本来应该付的多。借助使用极小号字体，资产规模高达13万亿美元的公募基金行业，轻松、熟练地隐藏了收费。

《福布斯》杂志刊登了一篇文章《持有公募基金的真正成本》，作者泰·伯尼克一层一层地揭开了各项费用，详细地分析了持有公募基金的真实成本，最后得出的结果简直让你心搏骤停：持有公募基金的平均成本是每年3.17%！

3.17%，听起来也不是什么大数字，你再回想一下我们前面了解到的东西，如果你持有指数基金，比较下二者的成本，你就明白了。例如，你可以拥有整个市场（比如拥有标准普尔500指数所有500只成分股），每年投资成本只有0.14%，用投资界的行话来说就是14个基点。你投资100美元，只需要付0.14美元的费用。（你一学就会，马上就能听懂这个内行才知道的术语：100个基点就是1%，50个基点就是0.5%，以此类推。）

要拥有整个股市，只需要持有一只低成本指数基金，先锋公司和三维基金顾问公司都提供了这样的指数基金。我们已经知道持有指数基金，就可以拥有整个股市，长期业绩可以打败96%的基金经理，尽管他们是专业的选

股人。当然，你愿意支付3%给非常厉害的对冲基金经理，就像瑞·达利欧，他从创立基金到现在每年的收益率高达21%（扣费前）。对于大多数公募基金来说，我们支付的费用高了30倍，或者说高了3000%，可是，我们得到的是什么呢？业绩还赶不上市场平均水平！你能想象吗？你买了一辆新车，和你邻居家的车一模一样，可你的价格却要高30倍，而且每小时只能跑25英里！

这就是现在投资主动管理型基金的现实情况。情况相同的两家人都把钱投资在股市上，一家每年要付大把的钱，但是另外一家投资1美元只需要付出几厘钱。

同样的收益率，不同的结果——无知的代价。

三个从小玩到大的好朋友，杰森、马太和泰勒，现在都35岁了，每个人都攒了10万美元来做投资，每个人分别选择了不同的基金。非常幸运的是，三个人获得的业绩相同，都是市场平均业绩，每年7%。这样过了30年，他们65岁了，又聚到了一起，比比谁的投资账户里赚的钱更多。深入分析之后，他们发现三个人各自支付的费用差别很大。三个人每年支付的费用分别是1%、2%、3%。

下面我们来算一算费用对他们最终积累财富的巨大影响：

杰森，本金10万美元，每年投资收益率7%（扣掉每年3%的费用），收益为324340美元；

马太，本金10万美元，每年投资收益率7%（扣掉每年2%的费用），收益为432194美元；

泰勒，本金10万美元，每年投资收益率7%（扣掉每年1%的费用），收益为574349美元。

同样的投资本金，同样的年化收益率，泰勒最后投资积累的财富接近他的朋友杰森的2倍。你会赌哪匹马赢呢？是那个100磅[1]重的马，还是那个300磅重的马？

费用影响很大

投资 100 万美元
未来 30 年期间年化收益率 8%

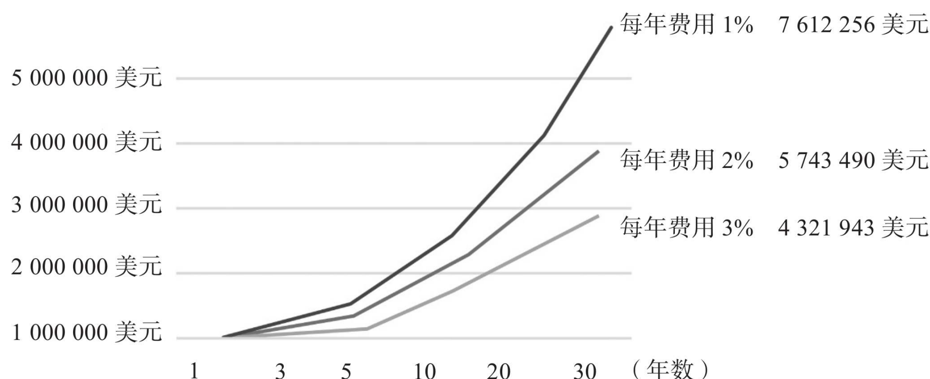


图7–1

“只不过”这里1%，那里1%而已，听起来好像没什么大不了的，但是在长期复利力量的作用下，这会造成巨大的差异，能决定你的一生能花的费用，政府能供养你多久，家庭给你的援助能持续多久。一种退休生活是一想到这个月的水、电、煤气账单都没钱付，就咬牙切齿；另一种是心平气和，过着自己想要的退休生活，享受着幸福的晚年。事实上，这也经常意味着退休时间会差别很大，一种是不得不再多工作十年，再赚点钱才够养老，另一种是我愿意就可以提前退休，因为养老金已经足够花了。正如约翰·博格教我们的那样，支付过高的费用相当于把你为未来攒的退休金送给别人50%~70%。

不过，上面举的例子只是假设，现在我们来看一下真实的情况。2000年1月1日—2012年12月31日，共有13个完整的年度，标准普尔500指数是平的，没有上涨，没有收益。这13个年度里面包括大家经常说的“失落的十年”，因为大多数人的投资根本没有任何回报，但是人们经受了巨大的振荡，2007年股市大涨，2008年却像自由落体一样暴跌，然后从2009年开始又出现一波大牛市。假如你把自己一辈子攒的10万美元投资到股市中，如果你只是持有整个股市或者说模拟整个市场，经过整整13年，你的投资账户是持平的，你的费用非常低，基本可以忽略。但是如果你买的是主动管理型公募基金，平均每年支付3.1%的费用，假设你的公募基金经理还表现相当好，能够追平市场，也就是说基本持平、没有亏损，那么这13个年度你支付的费用就要超过3万美元！因此，你的投资账户上的资产还会少

40%，只剩下6万多美元，而市场持平，不涨也不跌。投资的资本金是你出的，风险是你承受的，而那些基金公司，不管出现什么情况，都照样赚钱，因为不管发生什么事情，它们都照样收取管理费。




图7–2

## 我比他们聪明多了

你可能一边读一边想：“托尼，我比那家伙聪明多了，我看了我买的公募基金的费率，只有1%。哈哈，我甚至还有‘免佣金基金’。”哦，是吗？我在佛罗里达州有块沼泽地想要卖给你！我要非常认真地说，这正是那些基金公司想要让你得出的结论。就像那些手法高超的魔术师一样，基金公司用的是最古老的手法：误导。它们希望我们能够专注地看着错误的目标，而它们却悄悄地拿走了我们的手表。费率其实就像是标签价格，基金公司都会在市场宣传材料上醒目地标识出来。但是标出来的费用并不是全部费用，只是一部分……

就让我来第一个公开承认吧。过去有段时间，我自认为自己在做聪明的投资，我持有的主动管理型基金都有五星评级。我事先做了很多功课。我仔细查看了基金的费率。我咨询了理财经理和证券公司经纪人。但是和你一样，我每天要忙着工作赚钱，照顾老婆孩子。我哪里有时间坐下来仔仔细细地阅读50页厚的基金招募说明书呢？里面的费用一览表隐藏在这些用极小字体印刷的招募说明书里。要把它们看明白，你得有经济学博士学位才行。

## 研究基金费率的博士

就在2008年股市大崩盘之后，罗伯特·希尔顿·史密斯博士研究生毕业了，他拿到了经济学博士学位，决定在一家政策智库大魔斯工作。跟大家一样，他在学校里学的东西并不能帮他搞定投资理财，他也不知道如何才能

创立一个成功的投资策略。

于是，和我们大多数人一样，罗伯特·希尔顿·史密斯开始每个月尽心尽力地往401（k）账户里存钱。但是，尽管股市在上涨，他的账户却很少随着股市上涨。他知道肯定是哪里出错了，所以他决定把这件事作为自己的一个工作研究课题，好好研究一下。首先，他开始仔细阅读50页厚的基金招募说明书，他投资了20只基金，一份接一份地读那些招募说明书，它们读起来非常枯燥乏味，都是干巴巴的法律术语，用罗伯特·希尔顿·史密斯的话来说是“非常模糊”[2]。说明书里面有些表述像密码一样让他无法破译，有些首字母缩略语他根本猜不出来代表什么意思。更重要的是，说明书里面有收费目录表，列出了基金征收的17种不同的费用。另外还有一些附加成本，尽管不是直接收取费用，但是要转嫁到投资者身上，不用说，当然也要投资者来付钱。

为了更好地掩盖这些费用，华尔街和大多数401（k）计划供应商炮制出了五花八门且令人迷惑的专业术语：资本管理费、12b–1费（市场营销费）、交易成本（经纪人佣金、买卖价差成本、市场冲击成本）、非金钱利益成本、赎回费、开户费、申购费、保存记录费、规划管理费，等等。随便你用什么名字来称呼这些费用，本质上都一样。这些费用花的都是你的钱。你在攀登财务自由的山峰时，这些费用会把你往后拽。

做了一个月扎扎实实的研究，罗伯特·希尔顿·史密斯最后得出结论，他的401（k）账户根本不可能赚大钱，因为有这么多额外的费用和隐藏的费用，它们就好像在他坐的船上凿了一个洞。他后来写了一篇论文《吸干你的退休养老金：401（k）账户的隐藏成本和额外成本》。他计算出来，平均每个工作者一生要损失154794美元，这些钱都作为401（k）账户的费用让机构收走了（如此推算的依据是，年收入接近3万美元，且每年年收入储蓄率为5%）。收入更高的工作者，每年收入约9万美元，这样最高会损失277000美元。罗伯特·希尔顿·史密斯和他所服务的智库大摩斯真是为整个社会做了一件大好事。他第一次揭露了这些费用长期按复利积累起来会给投资者造成多么巨大的损失。

## 千刀万剐

在古代中国，千刀万剐是最残酷的刑罚，因为要经过很长的过程，最后刽子手才会杀死犯人。现在遭受千刀万剐的就是美国投资者，传说中千刀万剐的刀刃就是过度征收的费用，慢慢地、稳稳地、一刀一刀地割掉投资者身上的肉，一滴一滴地放干投资者身上的血。

戴维·斯文森是耶鲁大学捐赠基金的投资主管，他把这只基金从10亿美元做到规模超过239亿美元，业内公认他就是机构投资界的沃伦·巴菲特，我专

门去他在耶鲁大学的办公室拜访了他，跟他一起交流。我既受启发又非常愤怒，因为听到了他告诉我的事实真相，那些金融机构就像“费用工厂”一样制造出很多费用，像千刀万剐一样屠杀美国投资者。戴维·斯文森说：“非常普遍，公募基金从投资者那里榨取了巨额的财富。作为交换，它们给投资者提供的服务不仅无益，反而有害，非常有害。”在本书后面，我们会坐下来近距离仔细地倾听戴维·斯文森提出的投资组合建议，但是如果你让过多收取的费用一直在腐蚀你脚下的道路，那么不管你的投资策略多么伟大，它都没有用。

“资产收集”综合体和它们推销的主动管理型基金，在很大程度上，成了一场灾难性的社会实验，20世纪80年代早期引入的401（k），就开始了这个实验。401（k）本身并不是一个“坏”的概念。对于那些想多存一些钱，让退休养老生活更好一些的人来说，这是一个好主意。但是401（k）本来只想成为传统退休养老金计划的一个补充，结果后来却成了主流。现在超过13万亿美元被投资到公募基金上，大多数基金都是401（k）账户和个人退休金账户持有的。投资者购买时以为这些基金能够战胜市场，但是不仅极少有基金能够战胜市场，而且很大一部分收费高得离谱，可业绩非常平庸。这些基金收费累计起来会让亿万投资者大幅降低生活品质。它很可能成为你财务自由的第一大危险和第一大杀手。我这样说，听起来是不是太夸张了？

先锋公司的创始人约翰·博格说：“我认为投资基金的成本过高（正在吞食本来已经很低的收益），这对投资者造成的危害程度是很大的。”

## 真相/解决方案

首先，你需要弄清楚你付的费用是多少钱。我推荐你使用网上的投资成本计算器，分析一下你持有的基金，了解你支付的费用比例是多少，以及其他成本。

记住，这些投资成本计算器只估计了费用，但根本不能准确地计算其他成本，比如税收，因为每个人的税率等级可能是不同的。你持有的基金，也许是在你的401（k）账户里持有的，你的基金投资增值根本不用交税，但是你要付一笔“计划管理费”。有些401（k）计划是低成本的，而有些401（k）计划的成本非常高。平均而言，计划管理人每年要收取1.3%～1.5%的管理费（这是中立机构美国政府问责局的研究结论）。也就是说，我们为了参加401（k）计划，每投资10万美元就要拿出来1300美元左右作为管理费。所以当你把这1.3%的计划管理费加上公募基金的管理费3.17%时，你支付的管理费高达4.47%，结果实际上你用一个免税账户来持有一只基金，比用一个需要交税的投资账户投资一只基金，实际所

需要付的费用更高（每年的费用比例高达4.47%~4.67%）。

好好想想：你辛辛苦苦赚钱又想方设法地省钱，才储蓄下来年收入的10%，但是其中一半要付给机构。这也太荒唐了吧？不过，读到这里你会明白，你根本不用让自己掉进这个深坑，让基金坑你。你跟我学习进步，成了投资内行，你就会对基金这些过度收费的行为大声喊停。承受如此高昂的费用，相当于你在攀登珠穆朗玛峰时，穿着人字拖和短裤背心。你还没有开始爬山，就会被冻死。

表7–1 持有一只基金的真实成本

| 基金费用合计 | |
|---|---|
| 免税账户 | 纳税账户 |
| 费率，0.90% | 费率，0.90% |
| 交易成本，1.44% | 交易成本，1.44% |
| 现金拖累，0.83% | 现金拖累，0.83% |
| —— | 税收成本，1.00% |
| 总成本，3.17% | 总成本，4.17% |

资料来源：《福布斯》杂志，2011年4月4日

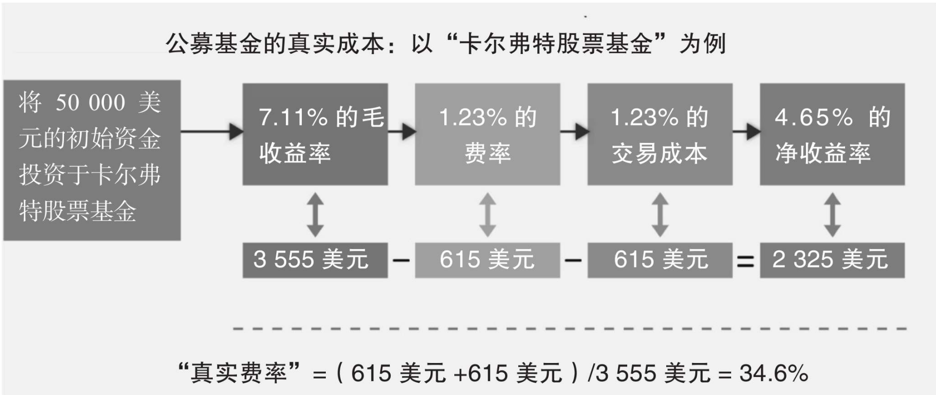


图7–3

## 逃离

要逃离这些专门制造费用的工厂，你必须降低你的整体年度费率和相关的投资成本，降到1.25%，甚至更低的平均水平。这意味着你获得投资建议的成本（请一个注册投资顾问来帮助你合理配置资产，定期进行再平衡投资组合，等等），加上投资的成本，理想情况下应该是1.25%，或者更低。例如，你需要支付1%左右的费用给注册投资顾问，0.2%的管理费给一只低成本的指数基金，就像先锋公司提供的那些指数基金一样，这样投资费用总计为1.2%。而且付给注册投资顾问的1%的费用是可以抵税的。这意味着从你口袋里拿出来的“净”成本少了接近一半，当然具体能扣多少税，取决于你的个人所得税的税率等级。大多数美国人的基金经纪人，他们的佣金是不能抵税的，公募基金收取的那些昂贵费用也是不能抵税的。（我们后面会讨论经纪人和注册投资顾问的区别。你一定不要错过这个部分。）

在第三部分我会演示给你看，如何一步一步地大幅削减你的费用，合法减少你的税款。你省下来的所有钱，都会加快你实现财务自由的速度。

## 永远不要重蹈覆辙

现在你已经知道这个游戏是怎么玩的了，你也看到了幕后的真相，你应该做出决定，以后再也不要让人利用了。现在就下定决心，你再也不会是任人宰割的“绵羊投资者”中的一个了。现在你成了投资内行了。你不再是让人玩弄的棋子，而是一个会玩弄棋子的棋手。知识就是力量，但是执行力远远胜过知识的力量。因此，真正重要的是从现在开始你会做什么。是的，我将会向你展示具体如何操作来减少你的费用，但是必须由你本人来决定是否采取必要的行动。你必须声明，你再也不会给那些业绩低于市场平均水平的基金支付高于市场平均水平的费用。如果本书能够每年让你省下来2%～3%不必要的费用，那我们就相当于把成千上万的现金，甚至是数百万的现金，重新装回到你的口袋里。换句话说，这些钱会让你更快地实现你的目标，为你节省5～15年的财富积累时间，让你可以随自己的意愿决定是否提前退休。

只要简单地抛弃那些收费昂贵的公募基金，替换成低成本的指数基金，你就迈出了一大步，重新拿回来了70%的未来投资收益，这让你的养老金大幅增长！这多让人心动啊！这对你和你的家庭的意义会是多么重大啊！先锋公司全套的低成本指数基金（各种各样的资产类型都有），每年所有的成本加在一起也只有0.05%～0.25%。三维基金顾问公司是另外一个伟大

的低成本指数基金提供商。如果你的401（k）计划基金投资选项不包括这些提供低成本指数基金的基金公司，我们会展示给你如何操作就能买到这两家公司的指数基金。低成本指数基金至关重要，但决定每只指数基金买多少，如何长期管理整个投资组合也非常重要，这三点是投资成功的关键。我们会在后面详细讨论。

现在既然你下定决心要采取行动，那么你去向谁求助呢？谁值得你信任，可以当你的向导呢？回过头去找你的经纪人和理财经理来帮助你节省费用，就像是你去找你的药剂师来帮助你摆脱药物一样，那是根本不可能的。你怎样才能找到没有利益冲突的投资建议？你如何能知道自己得到的投资指导，并不是让桌子那头指导你投资理财的那个人自己的利益最大化？现在翻到下一章，我们来揭开第3个投资营销谎言，让我们找到答案来解决这些紧迫的问题……

## 详解基金成本费用

你如果真的想知道那些隐藏费用把你害得多么惨，拿出点时间仔细看看下面核心费用和成本的详解，看看它们对你的公募基金的投资影响有多大。

1.费率。这种费用是主要的标签价格——那些基金公司想让我们只把目光聚焦在这些费用上，但是费用肯定不只这些。根据晨星公司的研究，美国股票基金每年平均要拿出资产的1.31%，付给基金公司作为投资组合的管理费用和运营费用，比如市场营销费（12b–1费）、市场分销费、行政管理费。很多规模比较大的基金已经意识到，它们收取的费用整体要保持在1%左右，好让投资者不会一看就害怕，也让那些银行理财经理和证券经纪人有好的故事可以卖——我的意思是忽悠人。

2.交易成本。交易成本是个范围很广的普遍费用类型，并可以进一步分解成很多更细的类型，比如，券商佣金、市场冲击成本（基金大规模交易对市场价格形成反向冲击，导致无法按照目标价格交易，从而产生的成本）、买卖价差成本（买入报价和卖出报价之间的价差，或者买入价格和卖出价格之间的价差）。2006年，由三位商学院教授罗杰·艾德伦、格雷格·卡德莱茨、理查德·埃文斯撰写的研究报告发现，美国股票类公募基金平均每年的交易成本约为1.44%，这意味着这些交易成本可能是持有一只公募基金最大的成本，但是业内认为交易成本太难被量化，因此公募基金公开披露的文件中并不报告这项费用。

3.税收成本［401（k）成本］。很多人都很激动，因为用401（k）账户投资能够得到递延纳税的优惠待遇，但是对于大多数雇员来说，税收成本只不过换成了账户计划管理费。很多人不知道，用401（k）账户投资基金，你除了要支付管理费等费用外，还要向账户管理人支付一笔计划管理费。根据中立机构政府问责局的研究，401（k）计划管理费平均每年为

1.13%。如果你持有一只公募基金，用的是需要纳税的投资账户，平均税收成本每年在1.0%~1.2%，这是晨星公司的统计数据。由此可以看出，二者成本基本相当。

4.非金钱利益成本。非金钱利益交易是一种利益交换，公募基金管理人选择支付过度膨胀的证券交易成本，好让执行这些证券交易的外部证券公司多支付的那些成本返给基金经理，业内俗称返佣。其实这是使用某个券商交易通道的奖励计划。华尔街证券公司模仿航空公司搞的常旅客飞行里程累积计划，允许用这些“积分”来支付某些特定的费用，比如购买研究报告。不然的话，基金公司就得花钱（真金白银）购买。最终的结果都是一样的，都由我们这些基金投资人来买单。这些其实都是基金公司伪装得很好的提高管理费收入的手段，最终增加的是基金公司的利润。这些非金钱利益成本根本不会公开披露，而且几乎不可能量化，所以也根本无法纳入我们计算基金投资成本的公式。但是不要忽略，这些确确实实是成本。

5.现金拖累。公募基金必须保持一定的现金头寸，以保证日常的流动性，满足任何种类的基金赎回（基民卖出基金）。保留现金意味着不能用这些钱来投资，也就不能产生投资收益。因此，现金会拖累基金业绩表现。有一份研究报告《如何做好主动投资》，它的作者是威廉·奥赖利和迈克·朴尔萨诺，其研究结果表明，大盘股基金的现金拖累造成的平均成本，按照十年期限估算，平均每年为0.83%。这尽管不是一项直接的费用，但是确实是一项投资成本，它又从你本来能够得到的投资业绩中拿走了一部分。

6.赎回费。如果想卖出你持有的基金，你必须支付一笔赎回费。赎回费直接付给基金公司。美国证券交易监督委员会限定赎回费最高不超过2%。这就像是世界上最昂贵的自动取款机，你要取回自己的10万美元，要付2000美元的取现费。

7.转换费。如果你从一只基金转换到另外一只基金，尽管两只基金都是同一家基金公司旗下的基金，但是公司还是要收取你一笔转换费。

8.账户维护费。有些基金要收取你一笔维护费，只是让你能有一个账户。

9.申购费。不要把申购费跟前端的销售手续费（佣金）混为一谈，这个申购费是你购买基金时直接支付给基金公司的。（中国国内首发基金称之为认购费。）

10.手续费（佣金）或者递延销售佣金。这项收费是付给经纪人或银行理财经理的，要么在你购买基金时支付，要么在你退出基金，赎回你持有的基金份额时支付。

---

[1]1磅＝0.4536千克。——编者注

[2]罗伯特·希尔顿·史密斯和他的研究，后来被拍成一部很棒的纪录片《退休金

大赌博》，2013年4月23日在美国公共广播公司纪录片频道首播。

# 第8章 投资营销谎言3：“我们的收益——你看到的就是你得到的”

太意外了，基金报告的投资收益并不是投资者真正得到的投资收益。

——约翰·博格（先锋公司创始人）

大多数人都很熟悉基金广告里陈词滥调一般的免责声明：历史业绩并不能保证未来业绩。但是极少有人认识到，历史业绩的数据本身会误导投资者。

——《基金公司如何合法操纵数据》（《华尔街日报》2013年3月31日）

## 给猪涂些口红

2002年，嘉信理财公司投放了一条相当聪明的广告，广告中有个典型的华尔街销售经理，他早上一上班正在他的电话推销办公室里发表演讲，鼓舞士气。“告诉你的客户，这是最火的热门股！热得像烈火！千万别提基本面——很糟糕。”他结束了早上的演讲，挥舞着纽约尼克斯篮球队的场边票，这是奖给那些获胜的销售人员的。他最后大吼一声给大家祝威：“我们来给这头猪涂些口红吧。”

## 只让我看好的那一面

1954年，达雷尔·哈夫写了本书《统计陷阱》。他指出：“无数的统计数据花招是用来愚弄人的，而不是用来告诉人真实数据的。”今天公募基金行业能够运用一种巧妙的方法计算并公告投资收益，其实就像约翰·博格所说的那样，基金公司报告的投资收益，“并不是投资者真正拿到手的投资收益”。后面我们会解释这种高超的玩弄数字游戏的魔法。在此之前，我们先来弄清楚平均收益的误区。

下面的这张图显示了一种假设的市场行情，它上下波动，就像过山车一样。行情先上涨50%，再下跌50%，又上涨50%，然后又下跌50%，这样上上下下，结果其平均收益率是0%。你可能跟我一样会觉得，平均收益率是0%就意味着我没有亏一分钱。我们都大错特错了！

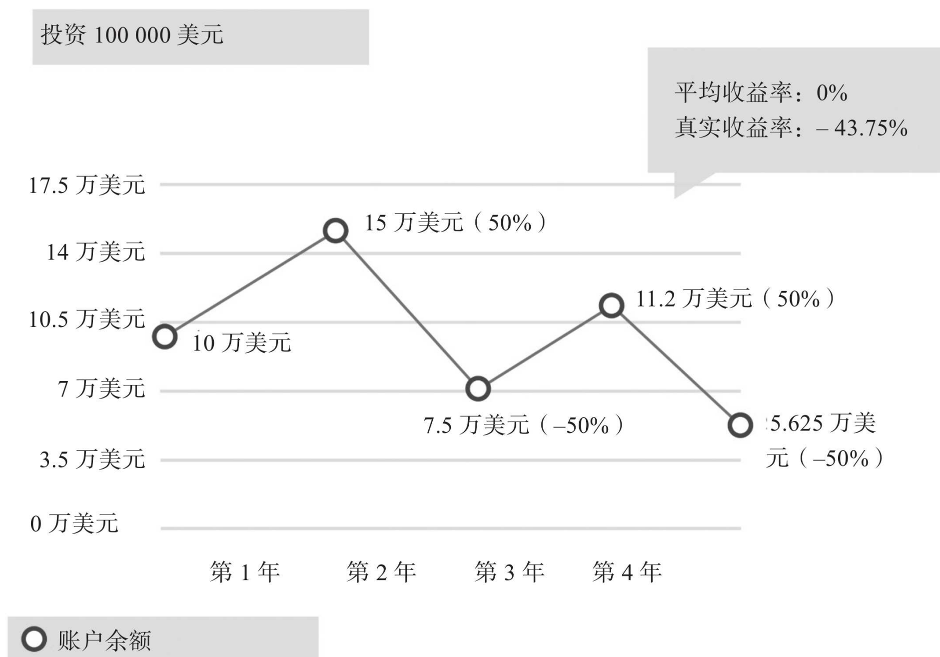



图8–1

看看这张图，如果你开始用的是真金白银来做投资，比如你开始用了10万美元，那么到了第4年年底，你实际上亏损了43750美元，亏损比例高达43.75%！你以为你是盈亏平衡，可是事实上你亏了43.75%！你事前猜到会是这种结局吗？现在你也是个投资内行了，一定要注意！平均收益率有个内在误区——过于美化投资业绩，但其实这种业绩并不存在。

《福克斯商业》杂志上有篇文章是《解决收益率的迷思》。文章解释了这种不一致如何被运用到真实的世界："我们可以用另一种方式来看待这种平均收益与实际收益之间的不一致，回顾一下1930年以来的道琼斯指数。我们把过去81年每年的道琼斯指数涨幅加到一起，然后再除以81年，算出来的每年"平均"收益率为6.31%。可是你自己用复利算一算，就会得到"真实的"年化收益率为4.30%。为什么这一点非常重要？你在初期，即1930年投资1000美元，如果每年的投资收益率是6.31%，那么经过81年到现在，你的投资会增值到14.2万美元。如果投资收益率是4.30%，你的投资只能增值到3万美元。年收益率只相差2.01%，你81年的投资收益却相差了11.2万美元。

## 收益率要加权计算

现在我们看到了，平均收益率这个业绩指标并不能真正表明我们赚了多少钱。坐下来放松一下，更大的误区我还没有说呢！华尔街证券投资行业里那些数学魔术师想方设法地来计算他们的投资收益率，好让客户看起来更美好一些。他们是怎么做的？

简而言之，公募基金投放广告宣传自己的具体投资收益率是多少，但正如约翰·博格所说的，这并不是“客户真正赚到手的投资收益率”。为什么？你看在基金公司广告宣传的小册子上看到的投资收益率是时间加权收益率。听起来比较复杂，但其实并不复杂。（不过，别紧张，你肯定一学就会，下次你出去跟别人一起吃饭聚会时，你就可以用这个专业术语了，这会显得你很牛，显得你很懂行。）

公募基金的基金经理说，如果你在这个年度一开始就投资1美元购买这只基金，一直持有到年底，你的基金净值会是1.2美元，你赚了20%。“发动市场营销部，多搞些整版广告，好好宣传我们这么好的业绩。”但是，事实上投资者很少会在一年刚开始的时候就把所有的钱都投到基金上。投资者一般是一年里陆陆续续地往基金里面投钱——他们一般是每次发工资后就拿出一部分转入401（k）账户，然后再用这些钱去买基金。如果我们是在基金业绩好的时候买更多的基金，而在基金业绩表现比较差的时候少买基金，那么我们实际上得到的投资收益率就和基金广告上宣传的基金业绩差别很大。所以，如果到了年底我们坐下来，把现实情况考虑进去，我们不断地申购基金往基金里面投钱，也不断赎回基金从里面拿钱，我们就会发现自己真正赚了多少钱或者亏了多少钱。这种现实世界真实业绩的计算方式被称为资金加权收益率。资金加权收益率是我们真正拿到手的业绩，而时间加权收益率是基金经理用来做广告吹嘘的业绩。

约翰·博格一直在持续不断地推动改变这种只公告时间加权收益率的行规。他相信投资者应该看到他们到底真正赚了多少钱（或者亏了多少钱），完全根据他们的个人实际操作情况（把申购和赎回都考虑进来）来计算。这听起来就像普通的常识，本来就应该这么做，是不是？但是不足为奇，基金公司都不愿意公告基金投资人的实际业绩。博格说：“我们比较过这两种基金投资业绩，一个是投资者真正赚到手的业绩——资金加权收益率，另一个是基金本身赚到的业绩——时间加权收益率。我们比较之后发现，投资者真正赚到手的业绩要比基金本身的业绩低3个百分点。”噢！如果基金广告上说的业绩是6%，那么基金投资者实际赚到手的业绩只有3%左右。

## 真相和解决方案

平均业绩就像网络约会前你看到对方的资料照片。这些照片都是被美化过的，和他们的真容相比，你会觉得完全是两个人。要想知道开始的时候你的资产净值（基金净值和现金），以及你现在手里的资产净值，那你可以利用网络，输入初期和期末的资产净值，它马上就会算出这段时期你的资金实际取得的收益率到底是多少。

你必须记住，公募基金报告的基金业绩（年化投资收益率）是基于一个理论假设，这个人每年都是在1月1日把所有的钱投进来，并一直持有到当年年底12月31日。这种假设对于大多数人来说是不现实的，所以我们不要误导自己相信基金宣传手册上那些看起来非常亮丽的业绩，就是我们这些基金投资人实际得到的业绩。

## 前路从此不再迷茫

从来没有人说，爬上一座高山是很容易的。不过如果你有一把大砍刀叫作“真实”，用来砍掉那些谎言，让你前面的道路清晰可见，你的登山之旅就会容易得多。成为一个投资内行，从此以后你就不再是乱飞乱撞的无头苍蝇了。

你现在知道了兜售选股能力公司的基金，在一段持续较长的期限里，并不能战胜市场（特别是你的基金账户在扣除费用和税收之后的净投资收益率会更低）。

你也知道了费用并不是无关紧要的，而是至关重要的。降低你的费用，你就可以拿回你未来潜在投资收益的六成到七成。那么这个令人震惊的真相会对你的未来退休生活产生多么巨大的影响呢？

最后，你还知道了平均收益并没有描绘出真实的收益情况。你实实在在拿到手的收益才是最重要的。现在你有了简单的工具，可以计算出你真正实现的投资收益率。

现在你通向财务自由的旅程远远不只是刚刚起步了。你已经跨出了一大步。你现在所了解到的那些真相，可以让你鹤立鸡群。你再也不是那些盲目投资、任人宰割的羊群中的一只小绵羊了。

## 单飞

我教过很多人学习掌握这些工具。这些人因此经常感觉他们再也不能相信任何人了。从某种意义上讲，他们觉得自己被那些券商经纪人和银行理财经理出卖了，他们从此真正觉悟了，开始明白投资游戏的真正规则。他们认为现在必须自己亲自动手处理每一件事情，结果让自己变成了一座孤

岛，因为“没有人可以信任”。这并不是完全真实的，还有很多非常棒的金融投资专家，他们正直可靠，完全值得信赖，并全心全意地为客户的未来着想。我就有一个非常了不起的投资顾问，我毫无保留地信任他，他会根据我的最佳利益采取行动，我们一起评估和管理我的个人投资。和你一样，我也忙得不可开交，根本没有时间，或者根本不想花时间去管理我的投资组合。实际上，如果正确操作的话，只需要每个季度或者每半年简单评估一次投资组合就足够了。你需要做的就是回顾一下你的投资目标，并对投资组合进行再平衡。

那么你怎么知道你对面的销售人员是只想从你身上赚到最多佣金，还是一个值得信任的投资顾问，可以完全托付你的未来？你又怎么能知道他到底是一个经纪人，还是一个投资向导？揭开第4个投资营销谎言，会帮助你快速确定坐在桌子对面的人是在为你工作，还是在为他发给你的名片上印着的那家公司工作的。正像水门事件里的“告密者”所说的那样：

“跟着钱走。一直跟着钱走。”

# 第9章 投资营销谎言4：“我是你的经纪人，我是来帮你的”

有的事情，你就是很难让一个人弄明白，因为他赚这份工资靠的就是你不明白这件事情。

——厄普顿·辛克莱

## 开门见山

现在让我们回顾一下。

那些兜售给我的公募基金，向我收取的费用简直是天价，拿走了我未来养老金潜在投资收益的70%。

在一段持续较长的时间里，96%的主动管理型公募基金的业绩跑输了市场，或者它们的业绩基准。

我买一只指数基金，“成为”市场或者模拟市场，其投资成本很低。购买主动管理型公募基金的成本要比指数基金高上10～30倍。

公募基金在市场营销广告上所宣传的投资业绩往往高于投资者实际上得到的投资业绩，因为它们在广告上说的是时间加权投资收益，不是资金加权投资收益。资金加权投资收益才是我们真正拿到手的投资收益，而时间加权投资收益是基金经理用来做广告的，它看起来很美，实际上得不到。

就像电影的大结局一样，你的理财经理会深情地凝望着你的双眼，告诉你，他会把你的最高利益放在心上。这很有可能是真的，他发自内心地相信，他是在帮你。他根本不明白，或者他从来没有受过这方面的教育。天哪，他给你的是这样的投资建议，他是这么说的，可能他个人的投资理财也是这么做的。

呼哧！呼哧！

绝大多数美国人买了公募基金，相当于受了千刀万剐的死刑，却没有多少人能醒悟过来，奋起反抗。怎么可能有这样的事情呢？答案是他们已经受到蒙蔽好几十年了，都习惯了。我把这些真相讲出来，大多数人听了都非常怀疑金融服务行业从业者的良知，怀疑他们说自己的愿望是“帮助”客户取得投资成功。但是互相矛盾的信息每天如滔滔江水一般涌来，市场营销

持续不断地狂轰滥炸，投资者很快就要崩溃了，更不用说提高日常生活水平了。很多人烦透了，干脆把自己的金融事务变成了自动驾驶模式。他们投降了，成为逆来顺受的客户羊群中的一员。“希望”成了他们采取的策略。

你知道自己并不孤独，从社交情感上会让你感觉很舒服。这让我想起我在探索频道看到的一集野生动物节目，那些羚羊小心翼翼地接近鳄鱼密集的水域，只为了喝上几口水，尽管就在几分钟之前，鳄鱼的大嘴刚咬住它的同伴，把它拖下了水！这些动物是不是太愚蠢了？不！这些动物知道，不喝水自己就有可能渴死，因为非洲的太阳太毒了，所以它们在精心算计之后还是选择了冒险。我们很多人之所以买公募基金，也是出于同样的想法。我们知道我们不能坐在河岸边缘，因为通货膨胀会毁掉我们的财富，如果我们只是拿着现金不动，长期来看，货币就会大幅贬值。所以，和邻居们还有同事们一起，我们尽管十分恐惧和害怕，但还是从河岸走到河边，这样做至少还有一点希望：呼哧！呼哧！喝上两口水。

黑色星期一，网络股泡沫，2008年金融危机。

一直以来，我们把自己家庭未来的生活品质完全托付给证券公司和银行，它们却什么风险也不承担，一年接一年地刷新酬金纪录。

2014年年初，我在写本书的时候，美国股市还在继续上涨。2009—2013年年底，美国股市上涨了131%（包括红利再投资）。这是美国历史上第五大牛市。投资者看着自己的投资账户余额不断上涨，再次感觉非常舒服。基金经理们和高管们也在大把大把地捞钱。但是鳄鱼也在大口吃进。

## 如何保护投资人？

2009年下半年，参议员巴尼·弗兰克和克里斯·多德提出了一份立法建议，它被称为《多德–弗兰克华尔街改革和消费者权益保护法案》。一年之后，在金融服务业人员的密集游说之后，另一个版本的法案通过了，但是其严厉程度比最初的版本低多了。没有人停止问这个非常明显的问题：如何保护投资人？

我们可以信任谁来管理我们的财务未来呢？是那些卖给我们收费昂贵的公募基金的理财经理和股票经纪人吗？是那些基金经理，玩着合法但是见不得人的不正当游戏的家伙吗？是那些高频交易员，抢在客户下单之前提前交易，通过大量快速高频交易赚到百万美元的人吗？就在最近两三年，我们看到了有些流氓交易员给银行造成了几十亿的损失。而且大的证券公司，比如全球曼氏金融挪用客户资金，最终宣告破产；全球最大的对冲基金之一，内部人承认内幕交易；银行的交易员被指控操纵LIBOR（伦敦同

业拆借利率）——全球最广泛使用的短期利率基准。



“有我的头脑，加上你的钱，我们什么损失都不会有，除了你的钱以外。”

图9–1

## 大厨不吃自己做的饭

那些不断地向我们推销产品，持续对我们施加影响的人，都是些心口不一的家伙。他们说一套，做一套。2009年，晨星基金公司发布的一份研究报告，如同给人打了一针清醒剂，公司有关人员追踪了4300多只主动管理型公募基金，结果发现，49%的基金经理没有持有一份自己管理的基金。是的，那些大厨自己做的饭，他们自己并不吃。

其余51%的基金经理尽管持有自己管理的基金，但是跟他们自己拿到的薪酬和个人财富相比，这部分基金简直是九牛一毛。要知道，这些人都是靠投资技能拿到了百万年薪的，有的时候甚至是千万年薪。

- 2126名基金经理持有自己管理的基金金额为零。

- 159名基金经理持有自己管理的基金金额为1～1万美元。

- 390名基金经理持有自己管理的基金金额为1万~5万美元。
- 285名基金经理持有自己管理的基金金额为5万~10万美元。
- 679名基金经理持有自己管理的基金金额为10万~50万美元。
- 197名基金经理持有自己管理的基金金额为50万~100万美元。
- 413名基金经理持有自己管理的基金金额为超过100万美元。

一个明显的问题是，如果这些管理基金的人都不投资他们自己管理的基金，那么为什么我们要投资？好问题！

大厨不吃自己做的饭菜，是因为里面有些原料很不好，或者他知道厨房到底是什么样子，闻起来是什么味道。这些基金经理一点儿也不傻——他们对幕后的事情门儿清。

## 客户的游艇在哪里？

小弗莱德·施韦德是一名职业交易员，在1929年的股市大崩盘里亏了很多钱，从此退出华尔街。1940年他写了一本书《客户的游艇在哪里？》，这本书成了一本投资经典名著。这个书名来源于一个笑话，过去讲了很多年，有各种各样的版本，但是按照施韦德本人的版本是这样讲述的：有个成功的华尔街证券经纪人名叫威廉·特拉弗斯，他到罗得岛的新码头度假，看到海边很多漂亮的游艇，大为惊叹。他打听这些游艇的主人，他们有的是股票经纪人，有的是银行家，有的是交易员。

他问道：“客户的游艇在哪里？”

这本书出版至今快80年了，但是这个故事听起来就好像是昨天刚刚发生的一样。

## 谁可以信任

我们看到同样的商业广告也有各种各样的版本，但是其实质都一样。丈夫和妻子看得非常认真，桌子对面坐着他们的投资顾问。他有着像祖父一样的智慧，也有经历过大风大浪的男人的外表。这个受雇拍摄广告的演员向夫妇两人保证，有了他这个投资理财顾问的帮助，他们就可以完全放心了。“不要担心，我会帮你赚回来的。我会让你的孩子顺利地读完大学。我会帮你赚到那艘帆船，我会让你赚到那幢度假别墅。”广告的暗示非常明显，如同在清楚地大声说：“你的目标就是我的目标，我是来帮你

的。”但是真正的问题是：

你们双方的利益真的一致吗？

你托付这个人来规划你和你的家庭的未来，但他是不是有完全的动机按照你的最高利益来操作？大多数人会觉得“是的”，但是大多数人都错了。对这个问题的不同回答会对你造成很大影响，决定了你通向财务自由之旅的未来。你在攀登财务自由的山峰中，要是你的向导更关心他自己的死活的话，你会有什么样的感觉？正如戴维·斯文森提醒我的那样：“你的股票经纪人，你的银行理财经理，不是你的朋友。”

## 合适的标准

真相是这样的：金融服务行业有很多非常关心客户的人，他们非常正直，确实真心实意地想去做最有利于客户的事。不幸的是，很多人做事是在一个封闭的小圈子里的。他们有权处置的工具都是预先设计好的，目的是让证券公司或者银行的利益最大化。整个机制都是设计好来奖励那些销售业绩高的人的，而不是奖励那些提供没有利益冲突的投资建议的人的。他们卖给你的基金不一定是你最好的选择，甚至也不一定是对你最有利的选择。从法律上来讲，他们所要做的就是提供给你“适当的”产品。

那么“适当”的标准是什么？你是不是想找一个适当的伴侣共度一生？“亲爱的，今天晚上你觉得怎么样？”“嗯……和你做爱挺适当的。”你会不会得到提拔，因为你做了适当的工作？你选择一个航空公司，是因为它有适当的安全飞行记录吗？或者更好的比喻是，“让我们在这里吃午餐吧，我听说这里的食物是适当的”。

但是根据注册投资顾问戴维·卡普的研究，适当的标准本质上是说，“至于谁从中获利更多，到底是客户获利更多，还是投资顾问获利更多，这并不重要。只要在把这个产品推给客户的时候，这项投资是适当的（符合你投资目标的大方向就行）。这个投资顾问就可以免除任何法律责任”。

## 黄金标准

要得到没有利益冲突的建议，我们必须让自己跟受托人利益一致，大家绑到一条船上。受托人是一个法律标准，采用这个标准的投资顾问，相对而言比例很小，但是这个比例正在逐渐扩大，他们放弃了原来工作的大证券公司，放弃了原来的经纪人地位，下定决心成为一个注册投资顾问。这些专业人士得到报酬靠的是提供投资理财建议，并按照法律规定除去任何利益冲突（或者至少提前披露相关利益冲突），把客户的需要置于个人需要

之上。

举个例子，如果一个注册投资顾问告诉他的客户去买IBM（美国国际商用机器公司）的股票。过了几天，他用自己的账户也买了IBM的股票，但价格更低，那么他必须把自己用更低价格购买的股票转让给那个客户。

想象一下，你既能得到这样的投资建议，又知道有法律保护你，禁止你的投资顾问引导你做某一项特定的投资，或者去购买某一只特定的基金，好从你身上赚到更多的钱。

还有另外一个巨大的好处是，你付给受托人获得投资理财建议的费用，可以税前抵扣，抵扣多少取决于你个人的税率等级。比如，你付给投资顾问相当于投资资产总额1%的费用，算上税前抵扣之后可能只有0.5%。与此相反，买公募基金你要付给基金公司2%甚至更高的费用，这些费用都不能抵扣个人所得税。

## 找到受托人

今天，你就能够迈出一大步来加固你作为投资内行的地位，那就是找个受托人，和他结盟，保持一致。这个受托人就是独立的注册投资顾问（简称RIA）。

我问了很多人，他们根本不知道“帮他们管理投资的家伙”，到底是股票经纪人、理财经理，还是一个合法的受托人，但是几乎每个人都认为，帮自己管理投资的那个人应该是把自己的最高利益放在心上的人。但是正像我前面所提到的那样，他们一般是把客户的利益放在心上的，但是他们做业务是在一个体制之内的，而这个体制奖励的是那些更多销售公司产品和服务的人。顺便说一下，你可能从来没有听他们说过自己是“经纪人”。这些人的名片的头衔是注册代表、理财顾问、财富顾问、副总裁等，是那种听起来很高级的称呼。事实上，《华尔街日报》报道，最近发现投资理财顾问多了200多个不同的专业头衔，其中超过一半都是被新发明出来的，美国金融业监管局没有记录过。这个机构是监督投资产品如何被推销给投资者的。很多金融服务业的专业证书其实都是用来装点门面的，并不代表诚信义务和受托责任。

## 不是所有的投资建议都是好建议

你自己和一个受托人结盟，双方利益保持一致，是一个很好的起点，大家都是这么认为的。但这并不一定意味着，你所选择的那个专业人士会提供给你优质的，甚至是价格公平合理的建议。每个行业都是这样的，并不是

所有的专业人士都拥有同样的技能和经验。事实上，46%的理财规划师自己根本没有退休养老金计划！事实的确如此。鞋匠自己的孩子没有鞋子！2013年，美国理财规划协会做了一项研究，超过2400名理财规划师接受了匿名调查访问，接近一半的人没有真正按照自己跟客户说的那一套去操作。我的天哪，我简直不敢相信他们竟然有脸承认这一点！我们生活在一个没有人探索过，也没有地图标示的海域里，有的只是无休无止的复杂性，中央银行像发疯一样地印钞票，甚至有些政府连自己发的国债也会违约。在投资理财规划行业，只有少数精英投资顾问知道如何安全地通过这些危险的未知海域。

## 屠夫和营养师想法不同

我有一个好朋友，最近发给我一段网络动漫视频《屠夫和营养师的对比》，时长2分钟。这段视频既生动又简洁地显示了一个经纪人（理财经理）和一个合法受托人的巨大不同，并说明了一个明显的道理：你走进一家卖肉的店铺，那个屠夫总是想方设法地鼓动你买肉，但如果你问一个营养师，他肯定会建议你吃那些对你健康最有利的东西。证券公司经纪人和银行理财经理就像屠夫。受托人就像营养师，他们不会因为卖给你一个产品或者基金就能拿到提成或佣金。就是这么一个简单的区别，但会给你一个非常有利的地位。投资内行知道屠夫和营养师的区别。

我做了进一步的搜索，拍摄这个视频的人叫艾略特·维斯布朗特。他原来是一个诉讼律师，15年前，看到投资行业的利益冲突，他感到非常愤怒，于是把自己的人生使命确定为给投资者提供一种替代选择，让他们能够选择到最聪明且最成功的投资顾问和独立的证券公司。换句话说，选择独立并不意味着牺牲高水平，不意味着不能得到最佳的解决方案。他的伟大创意引起了很大反响，他创办的高塔财务顾问公司现在成了规模最大的独立注册投资顾问公司，管理资产超过300亿美元，在《公司》杂志最快的成长公司排行榜中排名第13位。高塔财务顾问公司业务的爆炸性增长表明，客户想要找到一个营养师，他们受够屠夫天天卖肉的忽悠了。他们意识到，吃肉太多让他们的健康处于危险境地。

为了写本书，我采访了艾略特，我们建立了很好的友谊。我根本不用拽着艾略特的胳膊离开寒冷的芝加哥，他在气候怡人的，我位于帕尔默海滩的家中和我相聚。

## 一个非常大胆的建议

我们俩坐在我家后院的草坪上，看着蓝蓝的大海，一起长谈那些基金公司和证券公司的投资营销谎言，以及它们对普通投资者的不公平待遇。艾略

特有一种独一无二的激情，一颗火热的心，他想要服务投资者，消除金融机构的自私自利和内在的利益冲突，尽管这在大型金融机构里已经成了常态。从第一天开始，他就做出承诺，要实现完全披露、完全透明、完全没有利益冲突的投资建议，而且在业务的每个方面都要做到。他的公司销售产品或者服务，不接受报酬，也不接受回扣，这样公司就能够站在一个真正有力量和真正正直的位置上。很多金融机构争着要和高塔财务顾问公司合作，所有的好处都直接传递给客户。真正给予高塔财务顾问公司强大力量的是艾略特实现业务增长的方式。首先，他打造了一个独一无二的平台，大家都认为这根本不可能做到，他却做成了。其次，他从规模最大的金融机构里那些有资格坐在办公室角落的投资顾问中优中选优，给他们提供了一条登上道德高地的阳光大道，从而使他们有机会不再为证券公司和银行工作，而只是为客户工作。他给这些投资顾问充分的自由，再也不用必须同时服务两个主人了——既要服务雇主又要服务客户。只要符合客户的最高利益，他们什么事情、什么交易都可以做。

现在只剩下最后的难题：设立高塔财务顾问公司的目的只是服务最有钱的美国富豪。

事实上，在这个行业所有最顶尖的投资顾问，都只专注于服务最有钱的客户。这很正常，对不对？你如果管理资金，肯定是想服务少数的、特别有钱的客户。这样做可以让你自己的获利最大化。太多的小账户意味着要花很多的管理费用和成本。这样做业务，肯定不是一种高效的方式。

尽管存在以上所有这些因素，我还是决定给艾略特一个大挑战……

## 让我们来做开路先锋

“艾略特，我希望你能够想出一个办法，提供同样完全透明的、没有利益冲突的投资建议，提供给所有想得到这种服务的人，而不只是那些很有钱的客户。肯定有办法可以做到的，艾略特。”我向前倾了倾身体，坐到了椅子边上，说道，“你这样狂热地关注公平和公正，你自己的使命召唤你要为每一个人争取公平公正。”艾略特身体向后挪了一下，靠近椅背坐下。他本来想，这不过是个简单的访谈，现在我却让他动用一些非常宝贵的资源。也许更重要的是，我在挑战他，如何能够把一些只对那些超级富豪开放的解决方案，提供给一般的工薪阶层？这确实是一个很大的挑战，这其实是让最好的投资建议加上最好的可行性解决方案，从富豪到大众，使理财变得民主化、平等化。“哦，艾略特，还有一件事，我想你应该提供一个评估服务，完全免费！人们需要知道他们正在受到怎样的待遇！”艾略特深深地吸了几口气。“天哪！托尼，我知道你想的很大。但是要做怎样的准备，才能让每个人都得到这样的服务，而且不收一分钱呢？

帮帮忙，这怎么可能？”我只是微微一笑，说道：“不错，很疯狂，确实没有人会做这种事。没有人会向大家展示他们为低水平的业绩支付了高水平的费用。我有个想法是我们可以用高科技来展示给大家看！你有资源，也有意愿能实现这一点，只要你向自己承诺一定要做到，就肯定能做到！”我就这样结束了谈话，最后只是简单地请求他再花些时间好好想想，做到这一点对普通大众的生活意味着什么。一旦他完全想清楚了，请赶紧跟我联系。

## 这事能做

艾略特回到芝加哥召集了他的团队成员商议。经过相当审慎的考虑，他最终下了很大的决心，一定要找到一个办法，艾略特给我回了电话。他的团队重新评估了一些专利技术，这让他相信，利用这些技术他们可以改变整个行业的游戏规则。但是他也提出了一个要求，他很想找一个特别出色的首席投资官来合作。这个人要有几十年的投资经验，还要有可以与艾略特匹配的价值观。作为这艘大船的船长，不能害怕探索从来没有人探索过的海域。我正好知道有这样一个人……

阿杰伊·古普塔是堡垒财富管理公司的创始人，也是首席投资官。这家企业为那些具有超高财富净值的超级富豪，提供既非常周到又质量上乘的超一流服务。他也是我的注册投资顾问，为我们家族管理资金投资超过七年了。他在世界上最大的证券公司工作超过20年，他也是从底层起步，逐步奋斗到拥有角落办公室的高管，他也有一段经典传奇的成功故事。阿杰伊走到了人生十字路口，他的选择是什么？要么离开经纪人这个圈子扛起受托人的大旗，要么继续在屠夫的肉铺里工作，走一条努力成为营养师的路线。我问阿杰伊，是什么促使他做出这个重大决定。“就在我内心感到完全挫败的时候，我知道该做出这个重大决定了。”他坦承，“有些投资我知道对于我的客户来说是最好的，但是我工作的这家公司不允许我接触这些投资产品，因为我的客户没有得到批准，我不想引导我的客户去做劣等的投资，好让我自己赚的钱更多。我对待客户，就像对待我的家人一样。我认识到，我再也不能受人控制做这样的选择了，因为公司的体制约束就像有个坐在遥远的象牙塔里的人在给我种种限制。阿杰伊的承诺并不只是口头说说而已。他放弃了7位数的奖金毅然离开，创办了自己的公司。不出所料，他的整个团队和客户群都追随他而去。此后连续几年，公司的表现特别优异，服务也特别周到。阿杰伊离开证券经纪行业做独立财务顾问的事，得到了嘉信理财这家大公司的注意，这家公司是独立投资顾问的大型服务提供商。阿杰伊接到了一个非常意外的电话，是嘉信理财公司总部的人打来的，他告诉阿杰伊，查尔斯已经选择他来做形象代言人，作为10000多名独立注册投资顾问的代表，出现在嘉信理财公司全美密集投放的媒体广告上。随后，阿杰伊安排我和查尔斯见面，查尔斯同意成为我采

访的50位金融大腕儿之一。

后来我把阿杰伊和他的堡垒财富管理公司团队介绍给艾略特，结果双方的价值观几乎完全一致，真是不可思议。更令人震惊的是，双方联合的整体价值远远超过任何一方的单独价值。他们开始亲密合作，共同努力。阿杰伊和艾略特一起工作了将近一年，追求实现一个共同的目标：让世界上最优质的投资建议变得民主平等，让美国普通大众也可以平等地享受到这些建议，以帮助美国人认识到他们的权利，知道那些金融机构销售给他们的产品是什么样的东西，以及有权做出转变去接受透明的投资建议。就这样堡垒投资理财公司成为堡垒财富管理公司新设立的子公司。除了服务那些高净值的客户之外，堡垒投资理财公司现在还服务其他所有投资人，不管其投资的金额是大还是小。

## 看看引擎盖下——完全免费

我对阿杰伊和艾略特最大的“请求”是，不要只让有钱人能够得到，而要让任何一个人都能够得到顶级的投资建议、最新的研究成果、最好的投资理财规划。不仅如此，我希望他们做的一切都完全免费！

大多数投资理财规划师都要收1000美元甚至更多的费用，才会分析你现在投资的资产，评估你承担了多高的风险，计算你的实际费用比值，然后为你提供一个新的整体资产配置方案。堡垒投资理财公司用拥有专利的系统来完成这些工作，仅仅需要5分钟——而且完全免费！这套系统是怎么运作的？我们再详细介绍一下。

你可以访问堡垒投资理财公司的网站，系统会允许你“链接”自己所有的账户［甚至包括你的401（k）账户和你分散在各家机构所开设的账户］，之后这个系统就会分析你持有的每一个产品、你支付的每一项费用、你承担的每一种风险，然后系统会给你一个综合性的分析报告，提供一个新的资产配置方案。这个系统也会透露给你一些独特的投资策略，我们会在第五部分做评估，你可以把这些策略与你现在的投资方式做对比。你可以采用这些免费赠送的投资理财策略和数据，公司不会收取你一分钱。你如果决定再进一步，只要点击一下按钮，你就可以转移你的投资账户，让堡垒投资理财公司来管理你的财富，你只需达到最低开户的资金规模要求就行。那些成为堡垒投资理财公司的客户，都会有一个投资顾问团队来做全程指导。你可以在投资的过程中随时打电话来咨询，你的任何问题都会得到专业的解答。没有交易佣金，只有一笔投资顾问费，根据你的整个投资组合的市值来收取。所以不管你有2500美元，还是有2500万美元，这都没有关系。原来只为那些高净值客户提供的投资建议，现在你唾手可得，只要手指按一下鼠标或者打个电话就可以得到。如果你更喜欢和当地的某投资

顾问一起工作，堡垒投资理财公司拥有一个巨大的独立投资理财顾问网络，它遍布美国50个州，他们按照同样的原则提供服务，并形成了一个网络，而且都能提供给你独一无二的解决方案。这些我们会在后面详述。

我感到特别骄傲的是，艾略特、阿杰伊和我三个人共同努力工作，创造出来一个免费赠送的服务，它能够影响所有美国人。而且非常坦诚地说，设立这套免费投资理财服务，只是因为现在的金融体系太伤人了，它不是服务投资者的，而是用欺骗、操纵作为武器来虐待投资者的。现在是时候去更换你的保镖了。尽管我现在并不是堡垒投资理财公司的股东，本书出版时我们也在一直不断地交流我怎样才能成为合伙人，以后更紧密地和这家公司联系在一起，共同实现公司的使命，即为投资者提供更好的服务、超一流的建议和投资解决方案。

## 找到受托人

我不想让你产生这样的印象，好像堡垒投资理财公司是唯一的受托人。其实，还有成千上万个受托人，而且其中很多都非常优秀，所以我希望给你提供五个关键的选择标准，来帮你找到适合自己的受托人。

第一，确保你的顾问是一个注册投资顾问，或者是一个投资顾问代表。

第二，确保这个投资顾问是按照他为你管理的资产的一定百分比来收费的，而不是从你购买的公募基金来得到佣金或回扣的。确认这笔收费是唯一的收费，而且是完全透明的。一定要确认没有12b–1的费用，也没有“只有出钱才能玩的费用”——向基金公司收费，作为将其基金纳入推荐名单的回报。

第三，确认投资顾问没有从交易股票或者交易债券上得到回报。

第四，确认注册投资顾问和券商没有关联，有时候这是最令人恶心的事情，因为一个受托人一只手向客户销售产品，另一只手却向卖方收取佣金。

第五，和你的投资顾问打交道，你不要想着直接把钱给他们就行了。你要确认你的钱是由很有威望的第三方金融机构作为托管人来保管的，比如富达投资集团、嘉信理财公司、亚美利交易控股公司。它们提供每周7天每天24小时的全天候账户管理服务，而且每月直接把月报寄送给你。

有些投资人有意愿也有时间学习掌握正确的资产配置方法（第四部分会详述）。自主进行投资（不要受托人）也许是一个可行的选择，这样做可能会节省更多的费用。雇用受托人会额外增加一笔成本，要让这笔顾问费花

得值，条件是这些投资顾问能够为你增加更多的价值，比如，做好管理来提高税收效率，对退休收入进行合理的规划，提供指数基金之外的更多投资选择，扩大你的投资选择范围。

## 买入安然公司股票！

一个能力特别强的受托人，在你一生中，会为你提供很多好的服务，不仅是透明的投资建议和投资解决方案，他们应该能够保护你免受那些市场“噪音”的骚扰。因为历史表明，一个有利益冲突的经纪人或者他工作的机构所发出的噪音会特别危险。让我来给大家分享一个历史案例。

还记得安然公司吗？那个曾经的能源巨头年收入超过1010亿美元（2000年），它做假账，想让财务数据使股东看了更加高兴。最大的券商和持有安然公司大部分股票的基金，都是这家能源巨头的超级粉丝。我的好友，也是生意合伙人基斯·坎宁安是个说话直来直去的炮筒子，说话像典型的得克萨斯州人那样拖着长腔，慢吞吞的。有一次，他参加了我举办的企业大师活动，发表了演讲。他毫不客气，激烈地抨击那些券商经纪人不管他们客户的死活，为了让客户多做交易，自己多拿佣金，即使企业的基本情况已经非常糟糕了，这些券商还会向客户抛出糟糕的投资建议。他分享了一个典型案例，在安然公司就要破产的时候，那些券商还一直大力推荐他们买入安然公司的股票。我听后感到非常震惊！

2001年3月，就在安然公司宣布破产的9个月前，安然公司发出信号：公司有麻烦了。“任何一个人只要愿意看一下现金流量表，就可以看出这家公司的现金流就像大出血一样，止都止不住，不管其报告的利润有多么高！”基斯在我举办的这场活动上对上千名观众大声喊道，“但是这并不能阻止华尔街那些券商大力推荐这只股票。”下面有张表格，列出了那些在安然公司宣布破产前9个月还大力推荐买入安然股票的大牌证券公司。请注意，这些券商不是推荐买入，就是推荐持有，直到这家公司的股票跌得一文不值的时候，这些券商才停止推荐买入或持有安然公司的股票。

表9–1 买入安然公司的股票

| 时间 | 举措 | 费用 | 公司 |
|---|---|---|---|
| 2001 年 3 月 21 日 | 近期买入 | 55.89 美元 | 美林集团 |
| 2001 年 3 月 29 日 | 推荐名单 | 55.31 美元 | 高盛集团 |
| 2001 年 6 月 8 日 | 买入 | 47.26 美元 | 摩根大通集团 |
| 2001 年 8 月 15 日 | 强烈买入 | 40.25 美元 | 美国银行 |
| 2001 年 10 月 4 日 | 买入 | 33.10 美元 | 爱德华兹公司 |
| 2001 年 10 月 24 日 | 强烈买入 = 有吸引力 | 16.41 美元 | 雷曼兄弟公司 |
| 2001 年 11 月 12 日 | 持有 | 9.24 美元 | 保诚集团 |
| 2001 年 11 月 21 日 | 市场表现 | 5.01 美元 | 高盛集团 |
| 2001 年 11 月 29 日 | 持有 | 0.36 美元 | 瑞士信贷第一波士顿银行 |
| 2001 年 12 月 2 日 | 公司破产了 | 0 美元 | |

不用说，如果你从一家证券公司的经纪人那里得到了投资建议，那么你完全可以预期肯定会有内在的利益冲突，以这样或那样的方式表现出来。

## 为了利润去游说政府

把客户的利益放在第一位，听起来像是个很简单的概念，但是在华尔街引起了轩然大波。

——《对于券商经纪人来说什么才是第一位的？》（《华尔街日报》2010年11月5日）

为什么现状没有改变？《多德–弗兰克华尔街改革和消费者权益保护法案》正在要求美国证券交易委员会做一项研究，如何对所有证券公司采取“普遍性的受托人标准”。你没听错。政治家想要进行一项研究来确定，按照客户的最佳利益采取行动是不是一个好主意。这真是在美国国会山上演的一出悲喜剧。有一次我访谈杰弗里·布朗博士，我请教他对受托人标准的意见。没有人比他更适合来回答这个问题了，因为布朗博士不仅向总统行政办公室提供建议，也受到中国邀请为中国社会保障计划提供建

议。“我认为，对于任何一个为别人管理资金的人而言，非常重要的是他们拥有法律上和道德上的责任，要做正确的事，要小心地仔细照看好别人的钱。我的意思是，说到底，我们正在谈的这些钱实际上就是很多人的命，对不对？”

行业抵制非常强烈。你可以听到这个行业的游说机器正在全速运转，不断地提醒国会山，别忘了，整个金融行业给你们的竞选大战捐钱是多么慷慨大方的。

## 真相和解决方案

现在你已经知道了游戏规则。作为一个投资者，你应该做些什么？

前面罗列了五个选择标准，告诉你如何评估一个受托人，以及你如果选择自己寻找的话，如何找到一个受托人。就像我提到过的一样，你也可以访问堡垒投资理财公司的网站，利用它的在线系统，只用5分钟，它就可以给你提供以下解决方案：

●只用几秒钟，这个系统就可以接入并评估你现在持有的产品（包括股票债券和公募基金），范围包括你所有的投资账户。

●这套系统会显示出你现在实际支付的费用有多高。你如果不把费用降到最低，会让自己到退休时积累的财富减少多少。记住，费用通过复利效应所造成的影响非常大！我们在第二部分第7章讲过。

●这套系统会显示你的风险有多大。换句话说，像2008年或者其他大熊市那样，在市场暴跌时，你的投资组合在巨大冲击之下会如何表现？

●这个系统会提供没有利益冲突的投资建议，介绍给你很多投资组合选择。

●这个系统会考虑你现在的纳税情况，并推荐给你一个税收效率更高的资产配置。

●如果你决定更进一步，你可以很快而且自动地把你的账户转到第三方存管机构之一（比如亚美利交易控股公司、富达投资集团、嘉信理财公司）。从此，这家公司的团队会给你提供投资建议，以及持续不断的账户管理和服务。

●如果你的投资资产规模超过100万美元，你就可以成为私人财富管理部门的贵宾客户，它们可以提供给你范围更大的投资选择，这些产品只限于合

格投资者。

任何时候，你都可以拿起电话直接跟团队里的一个成员交流，这些人都是受托人注册投资顾问，他们可以回答任何关于你个人情况的问题。你也可以要求联系你的居住地附近的一个本地的投资顾问。

那么计划是什么？

啊，我们走了很长一段路了！我们到现在为止揭露的那些投资营销谎言，大多数投资者还根本一无所知。事实上，很多高净值个人客户对这种内幕信息也并不知情。现在我们已经得到了没有任何阻挡的视野，把所有真相看得一清二楚，我们需要开始了解实际的投资策略。我们先要看这些投资策略是否跟我们的目标一致。让我们先从401（k）计划开始吧。只是一条税收优惠小小的代码，就永远改变了整个金融世界。我们是要好好运用401（k）计划，还是要完全丢掉它呢？让我们来看看吧。

尽管受托人这个话题在一些群体之间有激烈争论，但由美国证券交易委员会委托进行的调查表明，大多数投资者并不明白受托人意味着什么，他们也没有意识到经纪人和投资顾问对客户的关心程度有很大不同。

——《关于经纪人对客户的责任的争论平静下来了》（《华尔街日报》2012年1月24日）

表9–2

| 经纪人 | 独立顾问 |
| --- | --- |
| 销售基金得到佣金 | 支付固定的服务费用 |
| 佣金不能税前抵扣 | 顾问费（可税前抵扣） |
| 先交钱才能加入（基金公司先交钱，其基金才能加入推荐购买名单） | 依法提供建议，揭示各种冲突 |
| 适当性标准 | 受托标准 |
| 提供宽广范围的产品和服务，必须得到雇主的许可，包括那些独家产品 | 能够接触各种产品和服务 |
| 受到雇主的限制 | 独立 |
| 像投资托管人一样行动 | 使用第三方托管 |

# 第10章 投资营销谎言5：“退休金有401（k）就行”

401（k）计划是个退休养老金大实验，婴儿潮世代成了最早的一批小白鼠。

——道格·沃伦（《协同效应》作者）

很多想法和发明创造一开始都有良好的意愿。核聚变打开了人类免费使用能源的大门，现在可以为整个城市提供电力。但是如果把核聚变装进一个导弹，导弹就可以把整个城市夷为平地。

经常使用一点人类的贪婪和聪明才智，我们就可以把某些伟大的好事转化成能够带来坏处多于好处的坏事，例如401（k）计划本来只是一条小小的免税代码，代表雇员部分收入可以免税。如果正确运用，它可以加快我们的退休金积累，让我们能够提前几年退休。但是如果像今天大多数的401（k）计划被那样运用的话，它会破坏我们实现财务自由的机会。

因为401（k）账户可能是大多数人拥有的唯一一个退休金账户，所以这章可能是本书最重要的一章。下面我们会展示给大家如何运用401（k）计划，而不是让这个计划来支配你，你会发现如何贯彻实施我们前面所学的大部分东西，好让401（k）计划成为对于你来说非常棒的退休金计划，而不是成为银行理财经理、券商经纪人或者公募基金经理的一个退休金积累计划。但是，首先了解一些背景故事非常重要。

## 401（k）计划是如何发展成现在这个样子的？

1984年推出的401（k）计划给我们提供了参与股票市场的机会。通过拥有美国市场经济体系的一小部分，企业雇员养老金计划可以节省纳税开支，因为把一部分工资收入储蓄到这个养老金账户，可以在税前扣减应纳税所得额。

但是401（k）计划从来没有打算成为美国人唯一的养老金计划。为此，我请教了约翰·肖文，他是斯坦福大学的经济学教授。我们在电话交流时，他说得非常清楚：“托尼，你不可能指望连续30年把储蓄收入的3%储蓄起来，然后就指望着靠这笔钱在退休之后享有和你在工作时完全相同的收入水平，再活上30年。”

我们不要忘了这个社会实验也不过几十年的历史，我们现在才开始看到一

代人中的大多数要退休了，他们是唯一使用了401（k）计划的一代人。

我们回顾历史发现，401（k）计划开始时就是钻了一个法律的空子，目的是让那些收入很高的企业高管能够储蓄更多的钱。后来，它成了整个公司的一种福利，公司决定用它来消除传统养老金让公司承担的成本和义务，把所有的风险和费用都转移到雇员个人身上。这并不是说原来的养老金体制本身没有问题，例如，你换了工作，但你交的养老金不能跟着你换到新的公司。

有意思的是，企业雇员并不在意承担这种新的责任，因为那个时候股市正在猛涨，那些非常无聊的有保障的养老金，哪里比得上投资股票让自己更快速地发财致富？

于是资金流进了股市，远远超过了历史水平。所有这些新的资金意味着大量的购买，这正是推动20世纪八九十年代大牛市的燃料。眼前有数万亿美元唾手可得，公募基金公司开始了一场前所未有的战争，抢着要管理你的资金。股票市场不再仅是一个公司发行股票、上市的地方，上市公司可以用股权来交换现金。股市也不再只是一个只有高净值客户和经验老到的机构才会来投资的地方，股市成了每个人储蓄的工具。

## 欢迎你，船长

401（k）计划出现的时候代表着自由，而自由往往给我们一种控制的错觉。在股市上涨的时候，我们有时会错误地把运气好误认为自己“投资水平高”。

艾丽西亚·穆勒博士是波士顿学院退休研究中心的主任，是美国顶尖的退休养老问题研究专家。我们交谈了近两个小时，讨论了绝大多数美国人面临的退休养老危机。按照他的观点，我们原来实施的是固定福利养老金体制——每个人都有一份养老金，它是终身收入——现在换成了401（k）计划。对于雇主来说，很明显，401（k）计划使其负担轻多了；从表面上看，401（k）计划对个人也有利，因为雇员自己可以更多地控制自己的投资决策。但是即使是身为美国联邦储备局的前雇员和美国总统经济顾问委员会成员的艾丽西亚，在处理自己的养老金问题时，有些关键的步骤也走错了。所以，我现在有一个固定福利计划和终身收入保障是波士顿联邦储备银行作为雇主给我的。当我在财政部工作的时候，我的一位同事说，你早点把那些退休金拿出来吧，你自己用这些钱来做投资，要比联邦储备银行做的投资收益好得多。现在那些钱早就亏得无影无踪了。

自己对自己的投资决策负责，对于大多数人来说，他们一想到它就觉得很害怕。特别是在阅读本书之前，作为你自己的财务大船的船长，你必须在

所有可以得到的投资选择中航行，并产生丰厚的收益，这样才足以支撑你的退休生活的开支。你要成为一个坚持利用部分时间投资的投资专家，同时还要做好你的全职工作，或者经营好自己的私人企业，以养家糊口。

特蕾莎·吉拉杜奇在纽约社会研究新学院工作。她在《纽约时报》上发表了一篇非常出色的文章《我们非常荒谬可笑的退休养老途径》。在这篇文章里，她只用一段话就罗列出了我们面对的所有挑战：

你还不相信现在的企业养老金计划，由雇员自愿选择，自我指导，商业化运营，其本身是存在缺陷，肯定会失败的吗？你好好想想，要让这套体系对你有效，需要具备哪些条件？第一，想清楚，什么时候你和你的配偶让雇主辞退了，或者生病了不能继续工作呢？第二，想清楚，什么时候你会死？第三，你要明白，你需要把自己挣的每一分钱都拿出来7%用于储蓄。（要是25岁的时候，你没有开始这样储蓄，现在你55岁了，该怎么办？你现在挣到的每一分钱都要拿出来30%储蓄起来才行。）第四，你的投资每年的收益率至少比通货膨胀率高出3%。（这也容易。只要能找到最好的基金，用最低的价格买入，把这些基金做最优化的配置，你就能够做到。）第五，绝对不要从你的养老金里面提款，即使是丢了工作，健康出了问题，离婚了，买房了，送小孩上大学了，你也一分钱不要提。第六，安排好你的养老金账户提款的时间计划，好让你死的那一天正好花光养老金的最后一分钱。

是的，这套体系是需要时间的，也需要美国国会和华尔街方面取得很大的进展。但是好消息是，对于那些消息灵通、见多识广的人来说，他们能够驾驭好自己的退休养老金计划。你也可以像个内行那样运用好这套体系，让它为你的工作带来好处。

## 再来一次吗？

那么先让我们来回顾一下，我们现在已经知道了那些想要通过选股战胜市场的主动管理型公募基金并不能战胜市场。大多数401（k）计划购买的公募基金也是如此。我们也知道，这些费用高昂的公募基金收取天价般的费用会吃掉我们投资收益的50%~70%，具体比例取决于你现在的年龄。想一想，就在此时此刻公募基金通过收费拿走了你多少钱？1万美元？2.5万美元？10万美元？算一算吧，你把自己吓坏了吧？

那些收费昂贵的公募基金包含在一个知名的401（k）计划里面，这通常由薪酬外包服务公司或者保险公司向你提供。你一直持有这些公募基金，它们就会向你征收一大堆额外的费用。所有这些成本加在一起就会形成一道让你难以克服的障碍。使用绝大部分机构管理的养老金计划，会让你赢得401（k）计划这一游戏比赛的概率大大减小，甚至为零。




图10–1

401（k）计划可以得到延迟纳税的优惠，但是大多数人都需要支付19种不同的费用，用于投资管理和计划管理。

沟通费用

●登记

●持续

●入会（会议）

●投资建议

保存记录和行政管理费用

●基本费用

●每个参与者收费

●每个合格雇员收费

●分销费

●贷款发放

●贷款维护

●半年度审计测试

●5500个文档包

●其他费用

投资费用

●基本费用

●个人（共同）基金费用

●经理/顾问费

●其他资产费用（收入共享、打包、行政管理，等等）

托管费

●基本费用

●按人收费

●按资产收费

但是现在好了，你选了优质的401（k）计划，管理人的效率很高，花钱节省，不会拿走你的钱。这样你就可以把逆风变成顺风，利用政府赋予我们的优势，让自己获得更大的前进动力。

## 美国最好401（k）？证明给我看！

我真正明白了约翰·博格所说的成本复利效应的暴政，意识到了过高费用的毁灭性力量。我马上打电话给我公司的人力资源部的负责人，想要看一看我们自己公司的401（k）计划的具体情况。我想知道，我像关心自己家人一样关心他们是不是也正在被人洗劫一空。可以确定的是，我们使用的也是成本很高的名牌计划，里面都是收费很高的公募基金，还要收取过多的行政管理费用和经纪人费用。那个经纪人（相当于中国的银行理财经理）向我保证这个退休金计划是最顶尖的，收费低，路子正。确实是这样的，这个计划正好使他能赚钱付他新买的宝马车的月供。

我相信肯定会有更好的退休金计划，我和我的团队开始做一些研究工作，我们看了一大堆垃圾一样的退休金计划，这个过程令我们感到十分沮丧。我的一个好朋友提醒我，有一家公司的名字就叫美国最好401（k）。敢给公司起这样的名字，胆子真大。我打电话给这家公司的老板汤姆·兹甘乐，我说：“证明给我看。”

我们俩见面只谈了5分钟，我就发现，很明显，这个家伙很有激情，非常想要帮助人们摆脱那些设计非常糟糕、收费又非常多的401（k）计划。他说，401（k）计划行业是“美国最脏的资金池，因为没有人知道是谁，以及它是如何让人用钱收买了的。”他竟然给自己从事的行业做出如此糟糕的评价！“老兄，你要知道，这个行业才有30年的历史。到2012年，这个行业才有了法律法规，才要求服务提供商公开披露费用。但是尽管披露了费用，所有雇员中超过一半的人还不知道他们现在付的费用到底有多高。”其实参与401（k）计划的人里面，有67%的人认为根本没有费用。当然，再没有什么其他想法比这更偏离事实真相了。

“汤姆，那么你和你的同行有什么不同？你给自己的公司起名为美国最好401（k），你凭什么说你的公司是美国最佳呢？”上当受骗过之后，我现在非常小心谨慎，就像小熊爸爸照顾自己的熊孩子一样，因为我知道我的这个决定将会直接影响到我的雇员和他们的孩子。多年来，他们一直在支付过多的费用，我不能允许这种事再次发生。我已经想明白了，作为公司的老板，我既是企业的主人，也是401（k）计划的赞助人，我的法律义务就是要确保我的雇员没有让别人占便宜。（后面我会详述。）

汤姆解释说：“老兄，我们公司的名字就叫美国最好401（k），我们只允许成本极低的指数基金被纳入计划，比如先锋公司和三维基金公司，而且我们不会因为销售公募基金从基金公司手里拿到一分钱的回扣。”我刚刚采访了约翰·博格，他确认了先锋公司不参与任何花钱才能玩的游戏，这是公募基金的普遍做法，只有如此，它才能参与401（k）计划，从中分到一笔收入。顺便说一下，对于你来说，这意味着你在401（k）计划中的基金选择，并非你能得到的最好的基金选择。那些基金公司都是花了大价钱，才能被列入选择名单的。你猜猜这些基金公司为了进入基金选择名单花了大钱，它们怎么捞回来这些成本？当然是利用高收费了。所以不但你不能得到业绩最好的基金，而且你往往为了业绩更差的基金付出了更高的费用。

“我明白了，汤姆。那么其他计划的费用还有哪些？我想要看看每一笔可能发生的费用。我要完整披露，要完全透明，一笔也不能少！”

汤姆非常骄傲地拿出来一张带有编号的费用一览表，隔着桌子递给了我：“所有的成本，包括投资选择、投资管理服务、保存记录费用。所有的成本费用加起来，每年只有0.75%。”

“就只有这么多吗？没有隐藏费用吗？或者没有不知什么时候会冒出来的其他费用吗？”

我们把全部成本费用从超过2.5%减少到只有0.75%，减少了70%。你可以

回忆一下我们在第2章中讲过的复利效应，经过一段时间，在复利的作用下，这些费用会积少成多，达到上万美元甚至上百万美元——现在这么多钱会重新回到我的雇员和他们家人的手中。这让我感觉好极了。下面就是一张简单的对比图，一个是样板401（k）计划，类似于我们公司过去一直用的那一种，另一个是美国最好401（k）计划。将二者进行对比，你可以看到，这些节省下来的费用按照复利计算会有多少钱直接返回到我的雇员的养老金账户里。

表10–1 美国最好401（k）公司的退休金计划 单位：美元

| 时间 | 我原来的计划（总费用的 2.5%） | 美国最好公司的401（k）退休计划 | 返回到你和你雇员账户的总存款 |
|---|---|---|---|
| 1 年后 | 15 925 465 | 16 006 101 | 80 635 |
| 7 年后 | 22 265 866 | 23 025 978 | 760 111 |
| 20 年后 | 41 999 917 | 45 999 618 | 39 999 701 |

注：假设一开始账户余额为100万美元，每年存入10万美元，每年增长率为5%

表10–2 美国最好401（k）公司的退休金计划 单位：美元

| 时间 | 我原来的计划（总费用的 2.5%） | 美国最好公司提供的401（k）退休金计划 | 返回到你和你雇员账户的总存款 |
|---|---|---|---|
| 1 年后 | 14 530 987 | 14 582 411 | 51 424 |
| 7 年后 | 25 077 485 | 25 623 388 | 546 899 |
| 20 年后 | 58 499 799 | 61 756 687 | 3 355 987 |

让超过120万美元重新回到我的家人和雇员手里，我们只做了一个简单的转换就实现了。顺便说一下，这个计算只考虑了费用，没有考虑我们的基金业绩战胜了96%的公募基金经理。因为我们使用的是低成本的模仿市场的指数基金。

## 扩音器

汤姆和他的团队为我们公司提供了新的401（k）计划，让我和我的雇员印象非常深刻。过了六个月后，我向我所有的朋友都推荐了汤姆和他的公司。我决定和美国最好401（k）公司合作，帮助它宣传推广。我知道我在本书里一定要讲这个故事，因为这家公司的收费实在太低了，所以它无法承担在超级碗上做广告的巨额费用。汤姆的这种草根做法正在不断地获得支持，我希望能够扩大他公司的知名度和影响力。

## 现在是时候拉下窗帘了

汤姆和他的团队搞了一个非常强大的在线费用检查器，它可以分析你们公司的雇员养老金计划的数据（从公司的纳税收入报表中）。只用几秒钟，你们公司的养老金计划和别的公司的对比情况，以及你实际上支付的费用，就可以显示出来。就像上面的表格，这个检查器也会显示长时间节省成本对于你来说意味着什么。如果你发现某计划可能给你节省上万美元，这并不是什么稀罕事。

## 需要额外的激励吗？

只是知道高昂的费用摧毁了你的养老金还不够，企业老板也会非常关心雇员应该“武装到牙齿”。为什么？因为美国劳工部出手了，要保护企业雇员，对抗费用高昂的养老金计划。谁应该负责任？企业老板！对。不是公募基金经理，不是经纪人，不是银行理财经理，也不是糟糕的401（k）计划管理人，而是企业老板会深深地陷入困境。

根据《首席财务官月报》的报道，2013年，美国劳工部审查了企业401（k）计划，75%的企业赞助人因为计划出错而遭到罚款和处罚，或者被强迫做出补偿。这些罚款和处罚的费用可不是小数目。事实上，2013年平均每个计划的罚金是60万美元，比4年前增长了近15万美元。

而且美国劳工部在2014年就新增雇用了1000名执法人员。所以我们完全可以预期401（k）计划审查范围会进一步扩大，我不知道你怎么看，但是这确实让我十分关注。

感谢那些集体诉讼律师，现在很多公司正在被自己的雇员起诉，包括卡特彼勒公司、通用动力公司、美国银行，甚至是富达投资集团——行业内规模最大的401（k）计划供应商。最近，富达投资集团对两起集体诉讼案达成了和解，支付了1200万美元，起因是富达投资集团的雇员起诉公司的401（k）计划的费用过高。当然，这些大企业尽管亏了很多钱，但也亏得

起。其实真正危险的是那些规模较小的企业老板，因为中小企业的401（k）计划规模更小（一般计划内的资产少于1000万美元），但费用是最高的。

那么，你作为企业老板应该做些什么？第一，你每年要把你的企业的养老金计划与其他企业的计划进行对比，这可是法律要求。新的法律从2012年才开始实施，所以对于你来说这可能还是新闻呢。美国劳工部要求，你要把你们企业的养老金计划与其他企业“有可比性的”计划进行对比，以确认你们企业的养老金计划的收费是合理的。我问过其他企业老板，他们都表示一无所知。我自己原来也是毫不知情。你想，那个把收费昂贵的养老金计划卖给你的家伙，他会打电话告诉你这件事吗？当然不会了。

警告：美国劳工部发现 3/4 的企业 401（k）不合规




有个完全无法抗拒的理由，你务必好好查看一下你公司的 401（k）计划：

75% 的企业 401（k）计划，经美国劳工部审查后被判定不合规，受到罚款、惩罚或者被迫为其计划错误进行补偿。这些罚款和惩罚的代价可不小，绝对会让你这个当老板的大出血。

事实上，上年每年不合规的计划平均的罚金为 60 万美元，和 4 年前的 15 万美元的罚金水平相比高了 4 倍。

图10–2

美国最好401（k）计划不仅会提供给你完全免费的分析，而且会提供给你免费的对比基准。如果美国劳工部的检查人员在星期五的下午走进你的办

公室，不要让他毁了你的周末，因为检查人员要检查的东西你没有准备好，你非常害怕地站在那里，像一只在晚上站在车灯前的小鹿一样，内心怦怦乱跳。你肯定希望自己能够自信地信手拿出你的企业养老金计划的对比基准。

## 谁来悬崖勒马

美国劳工部横冲直撞地进行大规模检查，会严厉地处罚企业老板。我一点儿也不知道，作为企业老板和养老金计划的出资人，我也是401（k）计划的法定受托人。有无数的案例表明，企业老板个人要为自己企业糟糕的401（k）计划负责。如果你用的401（k）计划是像美国最好401（k）这样的公司，那么它会给你“安排”一个专业的受托人，这会大幅度减轻你的法律责任（是的，这种服务也包括在每年0.75%的费用里，不用另外付费），而且它会提供服务，帮你不断地进行对比检查——这是一项免费服务。

你如果是一个雇员，应该做什么呢？首先访问美国最好401（k）公司网站，用上面的费用检查器，检查你的401（k）计划的费用情况，然后把检查报告发送给你的老板（或者你的上级）。事实上，企业里收入最高的人，往往他的401（k）账户余额也是最高的。所以收费越高，这些高管的损失越大。其实你这样教育公司高管做好自己的401（k）计划，是给整个公司做了一件大好事。过高的费用会吸走每一个人辛辛苦苦挣的钱。适当改变一下，会大大增加每个人获得财务自由的机会。记住，我们每个人需要的都是顺风顺水，加速前进，而不是逆风逆水，阻挡我们前行。

你也可以直接走到公司的人力资源部，让他们好好读一下本章内容，并确定他们读懂了。如果费用不是一个激励因素，那么你要提醒他们，他们是你的受托人，你的同事，他们在法律上有义务向你确认他们有一个相当有竞争力的计划，而且要符合你的最大利益。这肯定能够吸引他们的注意力。

如果你的雇主还是没有转换为一个低成本的401（k）计划，而且你的雇主也没有每个月给你相匹配的储蓄金额，也许你最好还是决定退出公司这种费用过高的401（k）计划。

你如果决定退出，但是还想采用公司所提供的401（k）计划，那么一个好的401（k）计划应该允许你进行在职分配，允许你把你现在401（k）账户里的退休金部分转存到个人退休金账户。你只需要到你们公司的人力资源部核查一下就知道了。个人退休金账户只是一个退休金账户，只用你一个人的名字来开的账户，但是你会有更多的自由选择做什么样的投资。在个人退休金账户上，你可以运用我们在第三部分讲解的一些投资解决方

案。你的个人受托人也可以评估这个账户，向你解释哪些投资才是最好的选择。

现在我们可以摆脱那些高成本的401（k）计划了。那些计划选择的都是收费相当高，但业绩低于平均水平的公募基金，那么我们如何才能最好地运用一个低成本的401（k）计划和政府给我们的税收优惠？

## 非传统的智慧

你可能没注意到，美国政府有一个支出问题。就像美国运通白金信用卡公司失控的少年，山姆大叔积累了超过17.3万亿美元的债务和接近100万亿美元的没有资金着落的社会保险基金和医保基金的窟窿。所以，你觉得将来的税收会更高，还是会更低？你知道吗？美国上一次经济大衰退之后，个人所得税税率最高达到90%以上！事实上，你就是对每个富人和公司都100%地征收所得税，政府承诺的这些巨大支出也还是不够花的。

按照传统的逻辑，就像大多数注册会计师所证明的那样，就是把你的401（k）账户或者个人退休金账户缴费最大化，因为你交的每一美元都可以税前扣减，这样节税会最多。这只意味着你现在不用交纳个人所得税，可也只是递延到以后的日子再交。但是这里存在一个问题：没有人知道未来的税率会是多少，因此你并不知道，当你未来真正需要花钱的时候，你在那时交完税之后你口袋里还剩下多少钱可以花。

我最近跟我们公司的一个高管谈了这个问题，我问他你的401（k）账户里有多少钱。他说他的账户里有接近100万美元，他自我感觉很好，因为他觉得如果需要的话，他有这么大一笔钱，足够安享晚年了。我又从另外的角度问了他一个问题：

“你的401（k）账户里的近100万美元，有多少钱是属于你自己的？”

“都是啊，当然都是我的了。”他回答说。

“一半，一半，只有一半！我的兄弟！扣掉美国联邦所得税和州所得税之后，你能花的钱只剩下一半。”

真相浮出水面，他终于看清事实了，他这才明白这近100万美元里有一半并不是他的，而是政府的，他只是用政府的钱和自己的钱一起来做投资而已。

但是我接着问：“如果税率提高到60%，你自己还能剩下多少钱呢？”他算了算，然后回答：“只有40万美元或者40%的账户资金是属于我的。”根本

不可能，是不是？你看看税率？你看1990—2010年这20年中，美国最富有人群所承担的税率都接近于最低的税率。1931—1960年这30年里，美国最富有人群的平均个人所得税税率为70%。当比尔·克林顿担任总统时，不仅是那些有钱人，还有一般的工薪阶层都要承担较高的个人所得税税率。由于美国的国债大幅提高，刷新了历史纪录，很多专家都说税率很可能还会提高。简单地说，你的401（k）账户里的钱，最后真正能够落到你的口袋里的到底能占多大比例？这完全不好说。如果税率比现在提得更高，那么这个大饼里你能分到的那块儿就会变小。这是一个螺旋效应，因为你缴费后给自己留下来花的钱越少，那么你需要花钱时，就必须从私人账户里提更多的钱。可是你提款提得越多，你的钱被花光的速度就越快。

## 参议员威廉·罗斯：最好的避税天堂

罗斯个人退休金账户以及最近新增的罗斯401（k）退休金计划，尽管大家经常忽视它，但这是最好的也是合法的避税天堂之一，它能帮助你应对未来不断上涨的税率。我们应该感谢参议员威廉·罗斯在1997年提出并通过立法设立了这个退休金账户。现在我们来仔细看一下。

如果你是一个农场主，你播好种子之后，你愿意现在按照种子金额来交税，还是未来按照收成来交税呢？大多数人好像都把这个问题回答错了。我们习惯性地不愿意现在交税，而是选择把税收递延到将来再交。很多人会认为，最好是等到未来再按照收成来交税。而将来按照收成交税，一大笔收成就意味着一大笔税！如果我们现在播种后就按照种子的金额来交税，那么不管我们将来收成多少，钱都是我们自己的，都可以自己留下来花。罗斯账户就是这样运作的。我们今天交了个人所得税，税后的收入就全都是自己的了，我们可以把这些收入储蓄起来，以后这些钱就永远不用再交税了！未来的增值不用交税，未来从退休金账户里提款也不需要交税。这种税收规定可以保住属于你自己的那块饼，避免政府因为胃口永远无法满足而在将来征收越来越多的税。更重要的是，让你在安排未来支出时，能够非常清楚地确定，当你需要提款的时候，你账户里有多少钱是你真正能花的。

下面是最令人激动的消息！

让你给401（k）计划的费用符合罗斯个人退休金账户的条件（打钩选择），那么你今天就可以交税，从而让你未来的投资增值和提款再不用交税，永远脱离美国国税局的魔爪。而且你可以大幅提高投资金额，因为罗斯个人退休金账户每年的缴费上限为5500美元，而罗斯401（k）退休计划每年的最高上限为17500美元（你可以两个账户同时操作）。[1]

对于高收入者而言，尽管你不能使用罗斯个人退休金账户，但是罗斯

401（k）退休金计划没有收入限制，每个人都可以参与其中，这是我们的税法最近才做出的改变。它可以给高收入阶层带来相当大的节税福利。

## 明天储蓄更多

利用好你的401（k）计划的秘诀非常简单：你必须去做。而且你必须用一个节省成本的计划来做，充分利用罗斯401（k）退休金计划来避税，特别是你相信未来的税率肯定会提高。很多人都不愿意承诺今天储蓄更多，但是他们愿意承诺明天储蓄更多，所以从本质上讲，你就是提前同意将来你每年都会提高自己的收入储蓄比例。假如现在你每年的工资收入的储蓄比例是3%，第二年你同意提高1%（相当于工资收入的储蓄比例从上年的3%提高到4%），如此每年都提高1%，让你的收入储蓄比例“自动逐步提高”，直到达到某个上限。美国最好401（k）公司设计的养老储蓄计划里面，就有这种自动逐步提高收入储蓄比例的功能。所以它不但能让你享有最低的费率，而且有机会加快财富积累的速度，更快地达到财务自由，这样，你就能够选择更早退休。

## 靶心

现在，我们终于有机会把我们前面学过的所有东西综合在一起了！现在你决定拿出工资收入的一定比例储蓄起来作为退休养老金，最好是放到你的401（k）账户里。你希望能够绝对确定你的401（k）账户的费率水平是最低的，投资的基金是低成本的指数基金。你想弄清楚你们公司401（k）计划的费率究竟是多少吗？只要用一下美国最好401（k）公司网站上的费用检查器就行了。我们要再重复一次，如果你是一个雇员的话，你应该让你们公司的老板（或者管理层）认识到，他们的法律责任是提供最有性价比的401（k）计划，不然他们要承担更大的风险，因为如果401（k）计划的费率过高，公司就会受到美国劳工部的重金罚款。如果你是一个企业老板，法律要求你必须每年把你们公司的401（k）计划与基准水平进行比较。美国最好401（k）公司免费提供比较基准，只用2分钟填一下在线表格就可以了。这里还有一个大新闻：一般的小型401（k）计划，每年只在费用上就可以节省2万美元。规模更大的401（k）计划，在整个计划持续期间，可以节省几十万美元，甚至几百万美元，所有这些钱都会直接返回到雇员或者公司老板的个人退休金账户里。

## 7个经常被问的问题

请继续跟着我走。我们开始把想法变成行动。这里有7个最常见的问题，都与401（k）计划和个人退休金账户，以及如何最好地利用这些账户有关。让我们开始吧。

**1.**我应该参加**401（k）**计划吗？

你的雇主会在一定程度上回报你的投入，你当然应该参加，以充分利用你的401（k）计划的好处，而且实质上是公司来替你交纳个人所得税的。你如果认为将来个人所得税会提高，那么就要检查一下你的账户，让你的401（k）计划的缴费能够享受罗斯账户的税收待遇。［顺便简单说明一下，你们公司401（k）计划的费用也许高得离谱，投资选择的基金也很糟糕。那么在这种情况下，你当然不想参加！］

我要说得更清楚一点儿，如果你让你的缴费符合罗斯账户的规定，你未来的投资还是基于同样的投资选择（或者基金一览表），那么唯一不同的是，你今天交了个人所得税，你未来投资增值所形成的养老金从账户中提款时就会完全不用纳税。美国伊利诺伊大学退休研究专家杰弗里·布朗告诉我他个人理财的做法："我会充分利用每一次打钩选择罗斯账户的机会，因为我花了很多时间研究美国长期的财政前景，你知道我是个非常乐观的家伙，基本上是的。但我得告诉你，我真的想象不出来任何一种情景，我们美国财政对税收的需要不会比现在更高。"

更进一步，布朗博士给他年轻的学生们提出了个人理财建议："绝对要尽可能地把更多的钱投进你的罗斯账户，因为这样做，你将来交的税会很少，或者根本不用交税。总有一天你可以得到最大的收益。"

如果你属于少数几个认为未来税率会更低的人，你可能会大吃一惊。传统智慧认为，我们退休的时候，税率应该会更低，因为我们退休后赚的钱比现在更少。但是现实是我们的房贷还清了（所以我们没有抵押贷款就没有贷款利息来税前扣除），我们的孩子都长大了，独立生活很久了（所以我们没有任何要抚养的孩子）。

最后，你可能是自由职业者，你认为这些谈论401（k）计划的内容和你无关。不是这样的！你可以开设一个单独的401（k）账户，这是专门为个体企业老板及其配偶设计的401（k）账户。

**2.**什么是罗斯**401（k）**账户？我怎么利用它对自己更加有利？

我前面说过，但这里要重复一下：大多数现在的401（k）计划允许你只要简单地打钩选择，你每个月的缴费就可以享受罗斯401（k）账户的税收待遇。这个决定意味着你要现在交税，但是以后你就再也不用交税了。

**3.**我要设立一个罗斯个人退休金账户吗？

是的。你可以设立一个罗斯个人退休金账户，每年最高可以投资5500美元。（你如果年满50岁或者年龄更大，可以每年最高投资6500美元。）

如果你的401（k）账户缴费已经达到了上限，你也可以设立一个罗斯个人退休金账户，给自己再多一条路。开一个罗斯个人退休金账户非常简单，就像开一个银行账户一样，亚美利交易控股公司、嘉信理财公司和富达投资集团三家证券公司把开户的过程设计得超级简单，不到10分钟，你在网上就可以完成开户了。

**4.**可是我挣的钱太多了，远远超过罗斯个人退休金账户的缴费上限，我该怎么办？

我非常遗憾，如果你是单身，年收入超过114000美元，或者你结婚了，夫妻两人的年收入超过191000美元（2014年），那么你就不能再给罗斯个人退休金账户储蓄了。但是不要烦恼，不要着急，不管你的年收入有多高，你都可以参加罗斯401（k）账户，如果你有了一个个人退休金账户，你可能会考虑把你的个人退休金账户转为罗斯个人退休金账户，但是你首先要明白，这意味着你今天必须为你的所有收益付个人所得税。

**5.**我应该把我的个人退休金账户转成罗斯个人退休金账户吗？

你说你现在有一个个人退休金账户，在里面存了10000美元的收入，政府允许你现在交税（因为现在政府需要钱用），以后你就永远不需要再为这笔收入的投资增值额交税了。这个过程被称为罗斯转换。所以，如果你属于40%的个人所得税等级，那么你可以今天交4000美元的个人所得税，用你剩下的6000美元继续投资增值，以后挣的钱就再也不用交税了，以后所有的提款也不用交税了。有些人一听今天交税这个想法就有些畏缩害怕，因为他们认为这些钱是“自己的”。不，这些钱是政府的。今天你交税了，你就等于把政府的钱提前还给它了，这样做你就能保护自己，也能保护自己的养老金，可以避免以后税率更高或者交税更多了。你如果不认为将来的税率会更高，就不应该做转换。你需要自己做决定，但是我要告诉你，所有的证据都表明一个铁一般的事实：政府需要更多的税收，而数万亿美元的退休金账户正是它抽取更多税收的最大源泉。

**6.**我在过去的雇主那里参加的**401（k）**计划怎么处理？

旧的401（k）计划既可以留在原来的雇主那里，也可以转进一个新的个人退休金账户中。把旧的401（k）计划留在原来的雇主那里的唯一前提是，这个计划本身是低成本的，而且有很多有利的投资选择。把计划转到一个新的个人退休金账户，上网操作就可以办到，非常便捷，只需要10分钟，你就能把原来计划里面的资金转给第三方托管人，比如亚美利交易控股公司、嘉信理财公司和富达投资集团。转到个人退休金账户，你会有更大的

投资控制权。你几乎可以投资任何品种，而不再只能在原来计划提供的有限范围内进行选择。有了更大范围的控制权，你就可以雇用一个受托人投资顾问，实施一些令人兴奋的策略和投资解决方案，对此我们会在第三部分详述。雇用一个受托人投资顾问，你不用支付佣金，你只需要支付投资顾问费，一般是你投资的资产总额的1%或更少。你也许能够用这些投资顾问费来抵扣个人所得税。

把你旧的401（k）计划转入一个个人退休金账户，这就让你有了一种选择权，可以从个人退休金账户转换成一个罗斯个人退休金账户。

**7.**如果我的退休计划储蓄已经超过上限，我还想有更多的选择来储蓄更多的钱，我又该怎么办？

小企业主赚了很多钱，想现在减少一些税款，如果他们的401（k）退休金计划超过上限，那么再搞一个现金平衡计划会让他们大大受益。现金平衡计划是增长最快的一种指定受益退休养老金计划，再过几年很有可能会取代401（k）计划，这是圣人顾问公司的研究结论，这家公司是一家注册投资顾问公司，总部在得克萨斯州的奥斯汀。事实上，《福布斯》杂志评选的美国100强企业中，有超过1/3的公司采用现金平衡计划。那么，现金平衡计划是怎么一回事？它本质上就是一个养老金计划。换句话说，存储的资金指定要提供给企业所有人作为未来退休收入。那么它最大的吸引力是什么？对于高收入的企业老板来说，它不但可以使401（k）计划和利润分享计划最大化，而且可以再加上一个现金平衡计划，从而创造出新的空间，容纳非常大的存款，而且完全可以税前抵扣。下表显示了不同年龄可以扣减的金额。

表10–3 2014年美国国税局年度退休金账户缴费限额

单位：美元

| 年龄 | 401（k）投资与利润分享计划 | 现金余额计划 | 总额 |
|---|---|---|---|
| 65 | 56 000 | 237 841 | 293 841 |
| 60 | 56 000 | 228 807 | 284 807 |
| 55 | 56 000 | 175 068 | 231 068 |
| 50 | 56 000 | 133 950 | 189 950 |
| 45 | 51 000 | 102 490 | 153 490 |
| 40 | 51 000 | 78 419 | 129 419 |
| 35 | 51 000 | 60 001 | 111 001 |

金钱威力法则2：最重要的金钱威力法则之一是你能忍受多少，就能得到多少。千万不要容忍把你的钱放在一个糟糕的401（k）计划里面，其中各种各样基金高昂的费用把你的钱给吸走了，变成了别人口袋里的钱。我们必须记住，401（k）计划有多好取决于里面的投资有多好。请翻到下一页，我们一起揭开下一个投资营销谎言。因为人们往往把401（k）账户里的钱投资到一个最流行的地方，这就是我们这个时代最容易误解的一个投资品种。

---

[1]罗斯个人退休金账户和罗斯401（k）退休金计划有不同的规定。美国国税局的规定是：如果你在2014年前年满50周岁或者超过50周岁，那么你的投资只能局限于罗斯个人退休金账户，你的投资在2013年的上限一般是以下二者取其低：6500美元或者是你当年的应纳税额。

# 第11章 投资营销谎言6：“目标日期基金”

每过一天，我对目标日期基金就愈加紧张不安。

——约翰·博格

当你查看你的401（k）计划中的投资选择时，你有没有感到非常奇怪？他们怎么会弄出这样的一个投资选择名单？为什么你的配偶或者最好的朋友在同一个镇上工作，却拥有完全不同的投资选择菜单？

就像那句俗话所说的：永远跟着钱走。

## 你得花钱才能玩

在公募基金的世界里要分到一笔收入，一个常见的做法是大家都知道的，就是花钱才能参加游戏的费用。根据韬睿惠悦这个全球性的咨询公司的调查，接近90%的401（k）计划都要求基金公司支付花钱才能参加游戏的费用，作为交换，可以把一只基金加入你的401（k）计划的基金可选菜单中。不花钱，基金就进不了门，因为根本没有机会。花钱才能参加游戏的费用，实质上是保证客户（你和我在内）只能得到有限的选择，最终只能从菜单中选择拥有一只基金，而这只基金对于经销商（即经纪人、证券公司、基金公司）来说肯定是赚钱的。换句话说，你的401（k）计划里面的投资选择，都是人家精心设计和筛选过的，好让那些销售人员、经纪人、银行理财经理、基金经理的利益最大化。如果必须花钱才能参加游戏，他们肯定会想方设法地让自己的利润最大化，以补偿他们为加入游戏多支出的成本。目标日期基金有时被称为生命周期基金，作为努力进入你个人养老金计划的投资选择的创意，它也许是最昂贵的，也是最广泛的营销。（先锋公司超低成本的目标日期基金属于例外。）

## 目标日期基金偏离预定目标了吗？

尽管是公募基金行业成长最快的品种，目标日期基金也许完全偏离了原定的目标。

那些营销广告都是这样说的：“你只要选择你要退休的年度和日期，我们就会相应配置你的投资组合（比如目标2035黄金年度基金）。你离退休的日子越近，投资组合就越保守。”我敢肯定你在自己的401（k）计划可选基金名单里看到过这样的目标日期基金。统计数据表明，你很可能会投资其中的一只目标日期基金。

这些目标日期基金到底是怎么运作的？我们来进一步做详细了解。

基金经理要决定一个“下滑路径”，这是用一个想象出来的方式来描述他们的股票仓位的调整方式：不断调降股票仓位（风险更大），不断提高债券仓位（传统上被认为风险更小），努力做到离你的退休日期越接近，你的投资组合越保守。不用说，每个基金经理可以选择自己的调降路径，其实并没有一个统一的标准。这个下滑路径让我听起来更像一个灾难性的急剧下滑。我要再说一下，这种调降路径的想法其实建立在两个特别大的前提下：

1.债券是安全的。

2.债券的波动方向与股票相反。所以，一旦股票出现下跌，你持有的债券反而会上涨，能够保护你的投资组合整体市值不会减少。

正如沃伦·巴菲特所说的，“债券应该被贴上一个风险警告标签”。因为利率上涨会让债券价格下跌，如果预测或者遇到利率上升，我们会看到债券价格暴跌（债券基金的净值也会跟着暴跌）。另外，很多独立研究表明在经济糟糕的时候，债券跟股票有很强的“相关性”。也就是说，股票和债券并不总是相反方向波动的。只要看一看2008年债券和股票一起暴跌，你就明白了。业内称之为股债双杀。

目标日期基金的市场营销术，非常有诱惑力。选择一个退休日期，你就再也不用管了。“设好，忘掉。”只要相信我们就行了，我们会照顾好你的。但是他们真的能做到吗？

## 一个巨大的误解

行为研究协会受投资咨询公司安永委托做了一个调查。结果发现，投资目标日期基金的雇员存在一些重大的误解，简直会让人惊讶得下巴都掉了：

•57%的受访者认为他们的投资在未来十年不会亏钱，但是他们根本没有事实依据来支撑这种观念。

•30%的受访者认为，目标日期基金会提供有保证的投资收益率。目标日期基金没有给你任何方面的任何保证，更不用说保证投资收益率了。

•62%的受访者认为，到基金到期的年份或者目标日期，他们就能够顺利退休了。不幸的是，这种错误的感觉是最惨痛的一种错觉。你设定的退休日期，只是你自己设定的退休年份目标而已。目标日期基金并不是那种能够让你达成目标的计划，它只是一种资产配置，让你越接近目标退休日

期，整个资产配置组合的风险就越低。

考虑到有数万亿美元被投资在目标日期基金上，将来肯定会有相当大比例的美国投资人感到非常震惊，目标日期到了，但你根本无法实现自己的退休目标。

那么你购买目标日期基金真正买到的是什么？你只不过买了一只基金，来为你操作资产配置而已。就这么简单。你本来要从一组基金中选择资产配置，现在你买了一只基金，只用这一只基金做资产配置，就这样简单！这一只基金“全部帮你搞定”。

## 抱歉，她不在这里工作了

大学毕业之后，戴维·巴贝尔想到世界银行工作。世界银行毫无疑问是一个很有趣的工作场所，但是对于那些足够幸运、能够在那里工作的人来说，世界银行还有更大的好处，就是不用支付任何税收！真是聪明的家伙。戴维提出申请，但是世界银行的人把他拒绝了，理由是他需要拥有六类专业的研究生学位之一，才能得到这份工作。为了避免再次遭到拒绝，戴维决定得到所有这六种研究生的学位，他拿了一个经济学学士学位，一个国际金融工商管理硕士学位，一个金融哲学博士学位，一个辅修的食品与资源经济学博士学位，一个热带农业博士学位，一个拉丁美洲研究的博士学位。拿了这一堆文凭后，他再次到世界银行申请工作。结果，他们说世界银行不再鼓励雇用美国人，因为最近华盛顿削减了对世界银行的财务支持。这真是给他心头重重一击。正在不知道去向何方时，他看到加利福尼亚大学伯克利分校在报纸上刊登的招聘广告，于是他马上去信应聘。加州大学伯克利分校雇用他做教授，之后，他才发现，学校刊登广告其实只是为了遵守《平权法案》，根本没有打算让合格的候选人前来应聘。

过了几年，他转到沃顿商学院，教授很多与金融相关的课程。但他并不是一个书呆子，他写了一篇论文，探讨如何减少投资组合的风险，因此他受到了高盛公司的注意。于是，他掌管了七年高盛公司的风险管理和保险部门（与此同时，他继续在沃顿商学院担任兼职教授）。后来他终于有机会进入世界银行工作，也同时为美国财政部和联邦储备局提供咨询服务。但是当美国劳工部让他做一个反求研究，以确认目标日期基金是否真的是最佳默认退休养老金的投资选择时，他根本不知道要采取什么样的研究路径。在这个人人皆知的投资通道的另外一边是投资公司研究所（这是公募基金行业游说美国政府和国会的机构），它们“已经支付200万美元来做一项研究，其研究结果正好完全符合它们的想法。这项研究声称目标日期基金是自切片面包发明以来的最好发明”。请记住，切片面包坊出现的时候，目标日期基金仅仅是一个空泛的概念。在整个金融行业看来，它只是

一丝微弱的光芒。

戴维·巴贝尔为美国劳工部做的研究，是与其他两个教授共同合作的，其中一位得到过两位诺贝尔经济学奖获得者的培训。戴维·巴贝尔把目标日期基金比作稳定价值基金。稳定价值基金超级保守，不会发生亏损，历史收益水平比货币市场基金高出2～3个百分点。按照戴维·巴贝尔的说法，那项由行业赞助的研究把目标日期基金美化得无比光鲜亮丽，但其实这种基金充满了漏洞。为了让目标日期基金看起来比稳定价值基金更美，他们虚构出来的东西比迪士尼公司的还要多。例如，他们假定股票和债券没有任何联系。大错特错！股票和债券确实在某种程度上会同步行动，在经济困难时期，它们的波动会更加相近。（股票和债券在2008年有80%的相关性。）

戴维·巴贝尔和他的团队评估了那项由行业赞助的研究，把它拆分开来。他们从数学上分解了那项报告中的虚构性发现，准备好揭示其荒谬可笑的假定，这种假定让目标日期基金看起来非常优秀。

演示研究结论的那一天，戴维·巴贝尔准时出现，坐在桌子后面的经济学家是由美国劳工部挑选出来的评估双方研究成果的专家。这位经济学家“认为戴维·巴贝尔有一些很好的观点，需要进一步评估”。但是美国劳工部部长“已经做出了自己的决定，然后第二天就退出会议了。她甚至没有出席和戴维·巴贝尔预先安排好的会议”。巴贝尔博士听说这都是事先安排好的。基金行业已经买通了美国劳工部，得到了它需要的正式许可，给自己开具了“饱和”支票。

目标日期基金开始飞速发展，到2013年年底，41%的401（k）计划参与人都使用了目标日期基金，它的总规模达到了万亿美元的数量级别。基金行业花钱搞的这项研究，尽管戴维·巴贝尔和他的受人尊敬的经济学家同事称其具有严重缺陷，但只花了200万美元，就换来了万亿美元的规模，这笔投资收益率还算不错。

一部2006年出台的法律为目标日期基金成为退休养老金默认的投资选择铺平了道路。雇主不再为把雇员的资金放到目标日期基金而承担责任。现在所有雇主中有超过一半的人会让雇员“自动登记”加入401（k）计划。根据富达投资集团的研究，超过96%的大型雇主用目标日期基金作为默认的投资选择。

## 潮水没有退去之前，你不会知道谁在裸泳

想象一下，现在是2008年年初，你快要退休了，你已经辛辛苦苦地工作超过40年，拼命地赚钱养家糊口，你盼望着退休，好有更多的时间陪陪孙子、孙女们，有更多的时间去旅游，哪怕只有更多的时间休息也好。大家

都说你的401（k）账户余额看起来很健康。你买的“2010年目标日期基金”业绩表现很好。你相信，由于你只有两年就要退休了，你的基金投资会非常保守。数百万美国人都有这样的感觉，结果2008年的金融危机让退休的希望彻底破灭，至少他们期望退休后享受的生活品质是肯定达不到了。图11–1列出了按照规模排名前20的目标日期基金，以及2008年它们让人心痛的糟糕业绩表现。请不要忘记，这些可都是2010年目标日期基金，这些基金的投资人只有两年就要退休了。请注意，这些基金选择投资股票的仓位比例是多么高，尽管投资者原本以为这些基金接近“最后阶段”，因此应该是最保守的。公平地讲，即使你就要退休了，你也必须在股票上有一定的仓位，但是与此同时，这种损失可能会彻底毁掉你的退休计划，至少会拖延你的退休计划。

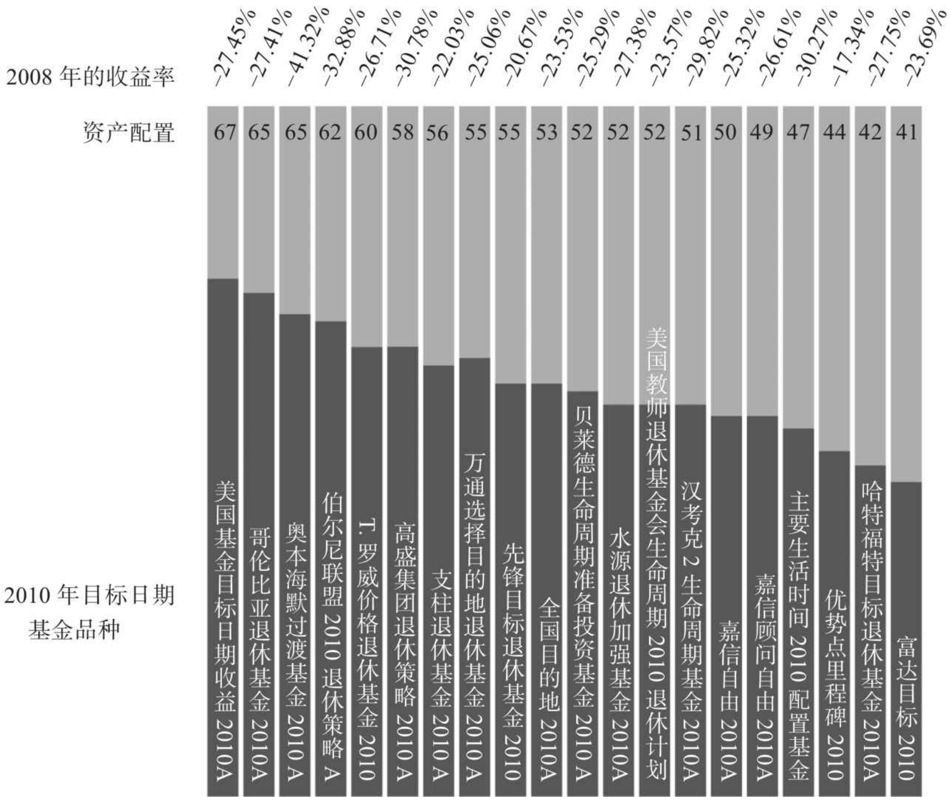



图11–1

资料来源：晨星评级机构

## 两害相权取其轻

我采访了很多退休研究领域的顶尖的学术专家，结果令我非常吃惊，他们都十分支持目标日期基金。

稍等一下。怎么会是这样？

我给他们分享了大部分你刚才读过的内容，尽管他们并不同意目标日期基金确实存在上述的那些问题，但是他们同时指出在目标日期基金出现之前，其实人们拥有很多选择，可以完全按照自己的意愿进行资产配置。结果这种安排导致出现更多困惑，坦白地讲，这也导致出现很多非常糟糕的投资决策。统计数据当然完全支持他们的观点。

我就这个问题采访了杰弗里·布朗，他肯定拥有美国最聪明的脑袋。他解释道："如果你回到这些东西（目标日期基金）出现之前，你会看到我们很多人都是投资自己雇主公司的股票。他们的投资过度集中在自己雇主公司的股票上。"他的这些话让我想起了安然公司，很多安然公司的雇员都把自己的养老金百分之百地投资在了安然股票上，可一夜之间这些养老金全都没了。

当人们面对15项不同的公募基金进行选择时，他们就会把钱平均分配（15只基金，每只投资1/15的资金），这并不是一个好的投资策略。他们一遇到股市下跌就会紧张害怕（或者股市一跌就会卖出），然后就一直守着现金，好几年不敢投资股票。你用一部分来持有现金，并不是糟糕的资产配置，但是在401（k）计划里，你要为这个计划本身支付费用，你一直持有现金，就会承担双重损失：一是照样要付计划管理费，二是要承担通货膨胀带来的现金贬值损失。简言之，我可以理解布朗博士的看法。

你觉得目标日期基金的概念有吸引力，但布朗博士推荐低成本指数基金，就像先锋公司提供的指数基金那样。如果有人只有最低投资金额，情况非常简单，花钱找个投资顾问完全是多余的，那么这些人选择目标日期基金可能是个不错的投资途径。但是如果你不想使用目标日期基金，并且有途径能够得到一个低成本指数基金的名单，那么你可以从中选择投资，运用本书后面讲解的资产配置模式。资产配置是指把你的钱放在哪里和如何划分投资比例，这是成为一个成功投资者最重要的技巧。我们后面会跟大师学习，你会发现其实资产配置并不是那么复杂难懂。低成本目标日期基金对于一般投资者来说也许非常不错了，但是你并非一般的投资者，因为你正在读本书。

此外，很多人认为并没有很多替代目标日期基金的选择，但是在第五部分，你会学到一种特别的资产配置方案，由对冲基金大师瑞·达利欧设计。

它创造出了非常出色的收益，而且只有极小的下跌风险。一个分析师团队回测了这个投资组合，在过去75年里，最糟糕的亏损只有3.93%。相反，MarketWatch网站（一个财经网站）上报道：“最保守的目标日期基金（为产生退休收入而设计）在2008年的平均跌幅为17%，最危险的目标日期基金（为2055年的退休者设计）在2008年的平均跌幅为39.8%，这个数字非常惊人。这是伊博森协会最近一份研究报告的统计数据。”

## 又干掉了一个谎言

我们又揭露了一个投资营销谎言。我想，到现在为止，你开始明白无知并不是福气，在金融世界里，无知是痛苦，是贫穷。前面几章让你获得的知识会成为你投资需要的动力，让你能够说出来：“我再也不要让人占便宜了！”

很快，我们就会开始探索令人激动的投资机会、投资策略、投资工具，帮助你创造财务自由。但是在此之前，我们还有两个投资营销谎言需要识破。

# 第12章 投资营销谎言7：“我恨年金，你也应该恨”

美联储主席去年最大的资产是两笔年金。

——《美联储主席伯南克的个人理财并不是在装模作样》（《今日美国》2008年7月21日）

## 爱它还是恨它

我在网上无意间看到一个在线广告：“我恨年金，你也应该恨。”这是典型的互联网钓鱼式标题，其实它植入的是一篇免费报告，讲的是企业年金这种投资如何糟糕，而采用股票和债券组合是一个好得多的投资策略，因为这种组合长期投资会增值更多，也更安全。当然，广告商已经准备好了要兜售基金产品，其实就是销售它的专业选股技能，它当然要收取一笔管理费。广告标题里没有提到的是，那个花钱打广告的商家是做主动投资的选股机构。那些投资大师，沃伦·巴菲特、约翰·博格、瑞·达利欧、戴维·斯文森都已经给我们讲过了，那些学术研究成果也告诉我们主动管理型基金并不能持续战胜市场。主动管理型基金的业绩还比不上一个简单的指数基金。指数基金的费用要便宜500%～3000%，业绩却更好。但这种市场营销策略通常很有效，是不是？把你的主动管理型基金业绩和那些大家都觉得非常糟糕的产品的业绩一比，你马上会觉得自己投资的产品没有那么差了。

但是，并不是每个人都“恨”年金。

从另一个角度讲，我非常吃惊地发现，美国联邦储备系统（美联储）前主席本·伯南克在任期间可以说是金融界最有影响力的人，在个人理财计划方面，他非常重视使用年金。伯南克必须先披露个人投资，才能够担任美联储主席。这些公开披露的信息表明，他持有的股票和债券比例相对较低，而他的年金是最大的两笔重仓投资。我马上产生了这样的想法：“难道他知道我并不知道的东西吗？”

那么，他知道的我不知道的东西是什么？

年金是不是自从切片面包发明以来最好的东西？年金只是一种生意，仅对销售年金的保险公司和经纪人有好处吗？答案其实取决于你拥有的年金类型，以及保险公司向你收取的费用。让我们进一步深入研究。

在写本书的过程中，我一直在寻找世界上最受人尊敬的智慧头脑，以探求最好的路径，让读者能够锁定一个有保证的终身收入现金流，一张够你吃上一辈子的支票，从而再也不用为钱去工作。毕竟，这是我们做投资的最大原因。当我挑选要采访的理财大师时，戴维·巴贝尔这个名字一直“持续上升，接近首选地位”。你还记得我在上一章中讲过的吗？他是拥有多个博士学位的沃顿商学院教授，为美国劳工部提供咨询建议，评估过一份关于目标日期基金的研究。

2003年年初，戴维在一份报告里讲他个人的投资理财故事，他是如何拆穿他那些华尔街同行的建议的，那些人鼓励他自己投资，选择股票和债券，追求更高的增值，以此创造一个终身收入计划。相反，他没有冒一分钱的险去投资股票和债券，而是运用一系列有保证收入的年金。年金的长期业绩令人吃惊，让他得到了一份安全且有保障的退休收入。这是他想得到，也值得得到的一份终身收入计划。他运用的年金还能给他100%的本金安全保证，所以他在2000年和2008年市场暴跌的时候一分钱也没有亏。相反，他现在舒舒服服地享受着退休生活，和老婆、孩子、孙子、孙女开开心心地在一起，内心完全安定平静。因为他知道，这份终身收入计划让他的钱永远也花不完。

我飞到费城，去和巴贝尔博士见面，准备给他做一个小时的访谈，结果访谈变成了四个小时。他的投资策略，我们会在后边重点介绍，它非常强大有力，而且非常简单。这种“内心的宁静”因素确实应该考虑进来，我可以理解。正是他采取的策略能让他享有这种自由。当我结束访谈离开时，我对年金的看法发生了彻底的改变，至少对某些种类的年金的看法是这样的。

他说得非常清楚：“并不是所有的年金都是生而平等的。”年金有很多不同的类型，每一种都有自己独特的好处和缺陷，有些年金你确实应该痛恨，但是把所有年金都归为同一类，不假思索地歧视和痛恨是非常错误的，毕竟年金是唯一经受过2000多年长期考验的金融工具。

## 朱利叶斯·恺撒保险公司

历史上第一份终身收入年金诞生于2000年前的罗马帝国。罗马市民和战士会把钱存进一个资金池，那些活得最久的人得到的收入会逐年增加，那些非常不幸、没能长寿的人也就得不到钱了。当然，政府会从中抽走一小部分，恺撒的必须归还恺撒。

拉丁语里“annua”这个单词是我们现在的英语单词“annual”的来源，因为最早的罗马人是每年领取收入的。当然，这也是年金（annuity）这个单词的来源。讲这种烦琐的小事和投资有什么关系呢？

17世纪，欧洲政府使用了同样的年金概念（称为联合养老保险），来为战争和公共项目建设筹资。当然，政府要从总金额中抽取一部分费用。在现代世界，这些产品的数学推算和基础仍然完全一样，唯一的改变是信用评级最高的保险公司取代了政府的角色，其中有很多保险公司做年金业务的历史超过了100年。这些保险公司经受了历史的长期考验，包括大萧条、经济衰退、世界大战，以及最近的信贷危机。

但是我们必须小心谨慎，不同类型的年金之间有很大差别。2000多年过去了，年金差不多还是老样子，只有一种版本——像经典可口可乐一样的金融解决方案。它就是一个简单的合同，是你跟保险公司签订的。你把你的钱给保险公司，它向你保证用你的钱，为你创造一份有保证的收入或者收益。你按照合同交完全部费用之后，要决定什么时候开始领取年金。你等的时间越长，能领到的年金就越多。在你购买年金的那一天，你就有一个计划表，上面有明确给付年金的日期和金额，根本不需要你去猜测。

## 这是变化，还是一种进步？

最近这50年，年金已经演化出了很多不同的类型，完全不同于恺撒时期年金最原始的样子。有时这种演变是一种好事，但有时它最终成了一种突变。

可以肯定地说，糟糕的产品要比好的产品多得多。正如约翰·博格所说的："从概念上来看，我还是年金的推荐者，但是你最好先仔细地看看所有的细节条款，再决定是否购买。"让我们直接切入主题，你应该避免哪种年金？

## 变额年金都是很糟糕的年金

2012年，超过1500亿美元的变额年金被卖了出去。为了正确地看待这个问题，我要告诉你，1500亿美元只比苹果公司2012年的销售收入低一点儿。变额年金已经演变成很多大型证券公司和银行最喜欢销售的产品，因为变额年金能给它们带来很多佣金。变额年金到底是什么东西？简言之，它就是一个保险合同，你交的所有保费都会被投资到公募基金（也被称为子账户），是的，还是那种业绩低于市场平均水平但是收费高得离谱的公募基金。但是这一次，投资者所购买的这些公募基金是从一个年金"包"里面买的。为什么会有人愿意通过年金来投资公募基金？因为年金产品有特别的税收优惠，用年金里面的钱投资增值可以递延纳税，就像401（k）账户或者个人退休金账户那样。这种规定特别有吸引力，于是那些推销广告就来了，如果你的401（k）账户或者个人退休金账户缴费都超过了上限，但你还有多余的资本想要投资，那么你可以选择年金。但是你买了年金，

不仅要支付过高的费用给包在里面的业绩低下的公募基金，而且年金本身还要另外收取一定的费用。

## 费上加费

那么年金还有什么吸引力呢？为什么有些人会买那些“包”在年金里面的公募基金，他们只是为了避税吗？大部分变额年金保证，即使账户投资的基金市值下跌，你的受益人还是会至少得到相当于最初投入本金金额的年金。所以，如果你投入了10万美元购买变额年金，但后来年金投资的公募基金的市值跌到了只有2万美元，在你去世之后，你的孩子还是能领到10万美元的年金。听起来它不像是一笔很糟糕的买卖，但是后来你才意识到，其实你是购买了一种价格最昂贵的人寿保险。

在本书的第二部分第7章，我们列了一张基金费用一览表，里面都是你购买一只主动管理型公募基金所需要支付的费用。我们解释过，这些费用会如何大幅地拖累你的投资业绩表现。在这里简单回顾一下，所有这些费用的总额接近于每年3.1%，这是《福布斯》杂志一篇文章的研究结论。［持有基金用的是可以税收递延的账户，比如401（k）账户、个人退休金账户和变额年金。］

每投资10万美元的基金，每年就要支付3100美元的费用。

但是这还没有完。

如果你买的是变额年金，那么你不但要支付上面所列的基金费用，还要额外支付一些费用给保险公司。首先是“死亡费用”[1]，根据晨星公司的研究，平均每年为1.35%，再加上年金账户的管理费，每年在0.1%～0.5%。

让我们把所有这些费用加到一起：

基金平均成本：3.1%（依据《福布斯》杂志的文章数据）

死亡费用：1.35%（平均）

管理成本：0.25%（平均）

合计：4.7%

也就是说，有时候你投资10万美元的年金，每年就要支付4700美元的费用，你先要支付这些费用，剩下的才是你拿到手的净收益。换句话说，如果基金的投资收益率是4.7%，你付完费用后，实际上一分钱也得不到。你还指望所有这些附加费用帮你避掉投资收益所要交的税款吗？见鬼去吧，

扣掉所有这些费用之后，你根本剩不下什么收益了，如果还剩一点儿的话，你还要自己掏钱交税。

## 陷入困境

尽管大多数人买这些变额年金都亏了钱，但他们仍然担心、害怕，不敢把钱从年金里拿出来，因为年金有死亡收益保证（保证他们的继承人能得到和原始存入的本金相同的年金）。保险合约上往往有很严格的解约费用条款，所以你要提前解约，保险公司就会向你收取很高的解约费。

那么这个规定有什么例外吗？只有两种年金例外。专家告诉我，到目前为止，当一个人需要提高税收效率的时候，它值得考虑。先锋公司和美国教师退休基金会都提供了低成本的变额年金，里面有一个低成本指数基金名单可供你从中选择投资。它们不收取佣金，所以也没有解约费。你如果想兑现，就可以拿钱走人。

## 不是你爷爷买的那种年金

在本书第五部分，我们将会清楚地对比传统的收入年金和较新型的年金（固定指数年金），即提供一些最高的和最吸引人的收入，保证其不低于其他任何金融产品，与此同时提供100%的本金安全保护。等你读完了本书，你心里就会很肯定且非常宁静了，因为你知道每个月你打开信箱时，就会收到一张支票（你不用为了得到这张支票而工作）。我们将会加速你通往财务自由的速度，只要我们能够找到方法消除你获得终身收入所需要交纳的税收就行了。你会问自己要怎么做。

办法是拿出来一部分钱，综合运用罗斯个人退休金账户的力量和终身收入年金的力量。这意味着无论政府把所得税提高到什么程度，你都可以非常放心地确定你拿到的钱都是自己能够花的收入。是的，收入都是合法的、安全的、免税的终身收入。它没有波动的部分，也不用担心股市的变动。

这一章的目的不仅要告诉你需要避免的事情，而且要警告你不要陷入那种市场营销谎言的误导，认为所有年金都是坏的。只有唯一的原因让我不愿意再更详细地解释年金的力量，因为你首先需要明白把你的钱放到哪里了——这就是资产配置。只有明白了资产配置，你才会知道什么时候买年金，以及买什么年金对于你来说是合理的。

## 解决方案

你如果有了一个年金，不管它是什么类型，找个年金专家帮你评估一下，

总是有好处的。

●发现你现有年金的优点和缺点。

●确定你支付的年金的实际费用是多少。

●评估你能得到的保证是否是你可以得到的最高水平。

●决定你继续保留现有的年金，还是跳出来“变更”成另外一种不同类型的年金。

如果你有一份年金，但是你觉得它不是特别好，那么有一个条款叫作“1035转换”，你只需要做一些简单的文书工作，就可以把现金余额从一家保险公司转到另外一家保险公司，而且不用为此接受税收上的惩罚。但是你必须意识到，你现在的年金可能有“解约费”，如果你没有持有这份年金足够长的时间，就要付解约费。也许，你可以为此推延一下转换，直到解约费变得很低或者根本不再征收。另外，你可能要放弃死亡受益保证金。

继续跟我一起前进，现在只剩下最后也是最终的一个投资营销谎言需要我们去发现了。这个谎言也是投资内行认识得最清楚的：你必须承担非常高的风险，才能获得非常高的收益。

让我们来揭开第8个投资营销谎言……

---

[1]“死亡费用”包含在某些年金或者保险产品里面，用来补偿保险公司在年金合同下承担的各种风险。

# 第13章 投资营销谎言8："高风险才有高收益"

投资操作，就是通过深入、完全的分析，保证本金的安全性和足够高的收益率。不能满足这些要求的操作就是投机。

——本杰明·格雷厄姆（《聪明的投资者》作者）

## 来拿你的蛋糕，吃掉它

从表面上看，我觉得这就像一个企业家对风险有很高的容忍度。但是我一生中最重要的一句格言就是"下跌有保护"。

——理查德·布兰森（维珍航空的创始人）

我的朋友理查德·布兰森是维珍航空的创始人，也是很多传奇品牌的创始人。1984年，他决定创立维珍航空公司。他知道这就像"戴维挑战巨人歌利亚"一样，不过这位市场营销大师知道，自己可能会让那些竞争对手干掉，特别是那个规模庞大的竞争对手——英国航空。在局外人看来，这好像是一场巨大的赌博。但是理查德·布兰森，就像很多聪明的投资者那样，更关注的是如何对冲下行风险，而不是打出一个本垒打大赢一把。所以理查德·布兰森采取了一个非常聪明的举动，他第一次购买了5架飞机，但是想方设法地协商出一个永久的交易：如果这家公司没能经营好，他可以把买的5架飞机还回去！这是一个能够拿回本钱的保证！他如果失败了，也没有什么损失，但是他如果赢了，就会赢得很大。后面的事情，大家都知道了，他真的赢了，而且赢得很大。

与企业界不一样，投资界会直接告诉你或者非常委婉地告诉你，你如果想大大地赢一把，就必须承担相当高的风险，或者更严肃地说，你如果想获得财务自由，就必须用你的个人自由去冒险。

## 好像没有什么能更偏离真理了

所有成功的投资内行都有一个共同的特点，他们不会用自己辛辛苦苦攒的钱去做投机，他们会制定策略。请记住沃伦·巴菲特的两条投资法则：第一条，不要亏钱；第二条，记住第一条。不管是世界上顶尖的对冲基金交易人，如瑞·达利欧和保罗·都铎·琼斯，还是像Salesforce.com网络公司的创始人马克·贝尼奥夫，以及维珍航空的创始人理查德·布兰森，无一例外，所有成为亿万富豪的投资内行都在寻找机会，能够让自己得到风险—收益不对称的机会。这是一种书面的说法，它的意思是你得到的收益很高，但你

为此承担的风险很低，二者严重不成比例。

## 风险很小，收益很大

冒的风险很小，赚到的利润很多。最好的例子就是高频交易员，他们用最新的高科技（是的，甚至是飞行机器人和微波塔，传输速度比光速还快），力争节省1/1000秒。你猜他们的风险—收益比是多少？股票市场70%的交易量都是由他们创造的。我来给你一个线索。威图金融是全世界最大的高频交易公司，它将要公开发行股票上市。按照上市流程规定，它必须披露其业务模式和赢利能力。在过去五年中，它只有一年亏钱了；在过去一年上千个交易日内，只有一个交易日亏钱了！它的风险是什么？我猜想是用更快的电脑做投资。

## 两个硬币相互摩擦

我的朋友，也是对冲基金的大师凯尔·巴斯在投资界非常有名。他最大的成就是把3000万美元的投资变成了20亿美元，而且只用了短短两年。按照传统的智慧，人们会说他一定承担了非常大的风险，才能获得600多倍的收益。事实并非如此，凯尔只是做了一个赌博，他赌房地产泡沫将会扩大，就像动画片《欢乐糖果屋》里面的小孩一样，这种泡沫迟早都会爆掉。还记得那些日子吗？那些非常贪婪的、不合格的房地产抵押贷款购房人，受到销售人员的劝诱，什么样的房子都敢买。他们没有足够的现金支付，也没有任何证据证明他们负担得起。银行等贷款人不停地发放抵押贷款，因为他们知道他们可以把这些抵押贷款打包，再卖给那些并不真正了解这些抵押贷款实情的投资人。这个泡沫显而易见，只要你站在外面仔细地观察足够长的时间。但是凯尔的聪明过人之处在于，他只冒了3美分的下行风险，就得到了1美元（100美分）的上行收益。冒这么小的风险，就能得到这么高的潜在收益，他是怎么做到的？

最近我和凯尔交流，他详细地分享了另外一个风险—收益严重不对称的投资机会。这个机会的投资条件是什么？他投资本金的95%有保证，如果公司公开上市，他就会有无限的上行收益（他预期会得到巨大的回报）。但是如果这家公司股价大跌，甚至公司都跌没了，他的损失最多只有5%。

凯尔就像所有伟大的投资者一样，承担了很小的风险，却有机会获得很大的回报。用力去击球，想要打出一个本垒打，大赢一把，却没有任何下行风险保护，这是灾难的根源。

“我怎么讲这个观点，读者才能一听就懂？”我问。

“托尼，我来告诉你我是怎样教两个儿子，让他们搞明白的：我们买了5美分硬币。”

“你说什么，凯尔？是不是刚才电话出问题了？我敢发誓，你刚才说的是你买了5美分硬币。”

“你听得很清楚。有一天，我正站着冲澡，忽然想，我怎样才能得到完全没有风险的回报？”

大部分投资专家做梦也不敢想会有这样的好事。在他们的脑子里，无风险收益是一个自相矛盾的说法。像凯尔这样的投资内行跟大众的想法完全不同。他总是故意违反传统智慧，来寻找风险—收益严重不对称的小规模的投资机会。这位著名的风险投资大师创造了最近100年来最高的业绩，却用自己辛辛苦苦挣来的钱去买钱：投资200万美元购买5美分硬币，这些硬币挤满了一间小屋。这是怎么回事？

5美分硬币的价值不断波动，就在我跟凯尔进行电话交流的时候，他告诉我：“托尼，美国一个5美分硬币要是熔成金属（镍），其价值为6.8美分。这意味着5美分硬币其实真正的价值是6.8美分（增值36%）。”想一想，多么疯狂，多么不可思议！我们生活在这样一个世界上，政府花了接近9美分的总成本（包括原材料和制造成本）来制造一个5美分镍币。美国国会有一个人注意到这件事了吗？很明显，这是不可持续的。总有一天，美国国会会醒悟，美国就会改变5美分硬币制造的“原料”配方。“也许下一代5美分硬币会是由锡或者钢铁做的。政府对1美分硬币做过这种完全相同的事情，因为在20世纪80年代早期铜变得太昂贵了。”1909—1982年，1美分硬币是用95%的铜做的。现在，1美分硬币大部分成分都是锌，只有2.5%是铜。现在这些老版的1美分硬币的价值是2美分（不是熔化后的价值，是那些硬币收藏者愿意支付的价格）。和原来的票面价值相比，交易价格涨了100%。如果那个时候你投资了1美分硬币，你的钱就会翻上一番，且没有任何风险，你甚至根本不用熔掉这些1美分硬币。

我承认这种做法一开始听起来有些像耍小花招，但是凯尔是非常严肃和认真的。“要是我能把所有的个人财富都换成钱拿出来，我就把它们换成5美分硬币，现在我就愿意做这件事。”他解释说，“因为你根本不用担心政府印了多少钱。5美分硬币总是值一个5美分硬币。”他的现金将会升值36%，就像1美分硬币那样，未来也可能升值100%，因为美国政府最终不可避免地会改变5美分硬币的配方，使用更便宜的金属。

凯尔非常热心。“我到哪里能够找到这种既能带来36%的收益率又没有任何风险的投资机会？即使我判断错了，我也会开始有多少钱，将来还能有多少钱。”当然，现在把你的5美分硬币熔掉是不合法的，但是关键是“我

并不需要熔掉，因为只要美国政府改变了制造5美分硬币的配方，老版的5美分硬币就会变得比以前更有价值，因为它们具有短缺性了。这些5美分硬币开始从流通领域里退出了，而且越来越短缺了”。

显然，他的孩子们学到了这一课，而且他们的身体也得到了很好的锻炼，因为他的孩子们要把一箱箱硬币搬到他们家的储藏室里。

现在你也许会想：“是的。对于凯尔·巴斯来说这样的投资确实很棒，他有百万美元甚至亿万美元的财富可以做大手笔的投资，但是我的钱很少，如何用这种方式投资？”当然，对于普通投资者来说，根本不可能只有上行收益而没有下行风险，即本金可以得到保护，不会遭受损失，而且有很大的上行收益潜力。

你再好好想想。

同样高水平的金融创新推动了高频交易快速发展，从不存在到发展成为股市主导力量，只用了十年，这也触动了金融界的其他领域。2008年金融危机，股市崩盘之后，很多人并没有意愿投资股票，在全球最大的银行工作的非常有创意的聪明人，想出了一套办法，完成了看似根本不可能的事：允许你和我分享股市上涨的收益，而不用冒任何股市下跌、损失本金的风险。

也许，你会完全否认这种想法：“这简直太疯狂了，完全是胡说八道。”但是我个人就拥有这种票据，由全球最大的银行发行并提供担保，它给我100%的本金安全保护，如果市场上涨，我还可以分到很大一部分股市上涨的收益（没有分红）。但如果市场崩溃了或者市场暴跌，我照样可以拿回我所有的钱。不知道你会怎么想，反正我非常愿意放弃一定比例的潜在上行收益，来交换对我的本金的安全保护，避免亏掉我投资组合中的很大一部分收益。

但是我正在进步，超越自我。

我们美国人已经进入了一个关键时刻，大部分人都觉得，我们唯一的选择是要让自己的财富增长，所以我们要冒巨大的风险，那么我们唯一可行的选择是在股市的滚滚波涛中前行，承受巨大的惊险和刺激。我们有时会自我安慰，事实上每一个人都在同一条船上。真的吗？这不是真的！并不是所有人都坐在同一条船上。

其他很多船要舒服得多，静静地浮在水面上，船锚固定在一个众所周知的非常安全的港湾里，而其他船正在承受大风大浪的冲击，很快这些船就要沉没了。

谁拥有这些停在港湾里非常安全的船？他们是那些投资内行，那些富豪，那些1%的投资精英。他们不愿意用自己辛辛苦苦挣的钱去投机冒险。但是不要搞错了，你并不需要成为0.001%中的投资精英，也能采用像0.001%的人那样的投资策略。

## 谁不想两全其美，鱼和熊掌兼得呢？

在投资界，做到两全其美、鱼和熊掌兼得，就是当市场上涨时你能挣到钱，而当市场下跌时你一分钱也不会损失；我们能坐着电梯上去，但是不会下来。这种投资想法好得让人简直不敢相信它是真的，这非常重要，以至我用整整一部分来阐述这个概念："只涨不跌，创造一个终身收入计划。"但是现在这个简单的开胃菜，是用来让你摆脱过去先入为主的旧观念，相信你和你的钱都必须承受无穷无尽的波动风险的。下面是三个得到验证的投资策略（我会在第五部分深入探讨），它们能够使你获得丰厚收益，同时牢牢地把你的船锚固定在更深更冷的水里。

1.结构化票据。这可能是今天你能够得到的最令人激动的投资工具之一，但是不幸的是，这些票据很少提供给普通投资大众，因为那些高净值投资者就像中央公园里的鸽子一样把这些产品都吞掉了。幸运的是，合适的受托人能够给个人投资者找到购买的途径，即使没有很大的投资资本规模也行。所以你要仔细看好了。

结构化票据，其实就是你贷款给银行（一般是世界上最大的银行），这家银行会发行给你一张票据，作为你借钱给银行的交换。等贷款时限到了，这家银行保证会付给你更多的钱：百分之百地返还你的本金，可能还会有一定比例的股票上涨收益（不包括股票分红）。

就这样，我能拿回来我所有的本钱，即使股市比我购买这些票据的时候跌得更低，但是如果股市在这期间上涨了，我可以分享一部分上行收益，我称这种票据是"精心设计的安全场所"。你明白了吗？你一般不能得到所有的上行收益。所以你要问问自己，是否愿意放弃一部分的上行收益来获得下行风险保护。很多人都会说"我愿意"。这些解决方案会变得特别有价值，特别是当你处于人生的关键时期——接近退休或者已经退休，你根本负担不起遭受任何巨大损失的时候。再来一次2008年金融危机，你根本负担不起损失，甚至因此你就活不下去了。

有些票据会允许你分享更多的上行收益，但前提是你愿意承担更多的下行风险。例如，现在有一种可以购买到的票据，会给你25%的下行风险保护"气囊"，那么当市场下跌超过25%时，你才会承担亏损。作为交换，他会给你超过100%的上行收益。还有种现在能够购买的票据，提供了140%的上行收益，代价是你愿意承担超过25%的风险部分，所以如果在期限内

市场上涨了10%，你将能够得到14%的投资收益。

那么结构化票据的缺点是什么？第一，这种保证有多可靠，只能取决于做出此保证的发行人有多大的实力，所以非常重要的是，要选择最强大或最庞大的银行（即票据发行人），它们要有一个非常强大的资产负债表。（注意，雷曼兄弟本来是一家非常强大的银行，但是后来它突然就不是了！这正是为什么很多专家会选择加拿大银行，因为它容易拥有最强大的财务指标。）

第二个挑战是什么？你选择的时机可能错得离谱。比如，你拥有一个五年期的票据，在前四年市场是上涨的，这个时候你会觉得心里美滋滋的。但是如果市场在第五年暴跌，不仅前四年上涨的收益都打了水漂，而且它还在跌，你还能把你的钱拿回来，但是前四年的上涨收益你一点儿也得不到了。如果你需要在到期之前卖出这个票据，你只能得到一部分票面价值。

非常重要的是，你一定要注意，并不是所有的结构化票据都是生而平等的，就像所有的金融产品一样，有好的也有坏的，很多大型零售金融企业卖给你的票据包含它们自己要赚的相当高的佣金、承销费和分销费，所有这些都要分走一部分你未来的潜在上行收益。购买结构化票据，你需要找一个经验老到的专业受托人（一个注册投资顾问），他一般会帮你摆脱这些费用，因为受托人只收取固定比例的投资顾问费，剥离这些费用之后，你的投资业绩就会上升，受托人也会帮你确定你拥有的票据是税收效率最优的，因为不同品种、不同方式的税收会有差异。

2.市场联动大额存单。首先，这并不是你爷爷、奶奶买的那种大额存单。现在这个时代的利率非常低，传统的大额存单根本跑不赢通货膨胀，这样它们得到了一个“死单”的绰号，因为通货膨胀慢慢地侵蚀掉了你的购买力。就在我写这一段的时候，普通的一年期大额存单的利率只有0.23%（或者说23个基点），你能想象吗？投资1000美元一年只能赚2.3美元。普通的投资者走进一家银行，愿意接受23个基点的利率，但是那些富有的投资人，那些投资内行会大笑，然后告诉银行，去见鬼吧！1000美元存一年的利息都不够买一杯拿铁咖啡！哦，你还要给那2.3美元的利息交税，而且要比普通所得税率高得多（投资税率截然相反），尽管与历史税率相比，现在的税率要低得多。

传统的大额存单对于银行来说有利可图，因为它们可以一转身就把你的钱用10倍或者20倍的利率贷给别人。这是投资理财内行玩的另一个版本的游戏。

股市联结型大额存单像结构化票据一样，它们包括美国联邦存款保险公司所提供的保险。它们是这样运作的：

市场联动大额存单就像传统的版本一样，只是给你小小的有保障的固定收益（一张息票）。如果市场上涨的话，你能够分享一部分上行收益；如果市场下跌了，你可以拿回你的投资本金，加上你那些小小的固定收益（利息），而且你整个投资期间都有美国联邦存款保险公司的保险。一般来说，你的钱要被锁定1～2年（结构性票据可能要被锁定5～7年）。举一个现实生活中的例子，现在市面上有一种股市联结型大额存单，它支付的利率和传统型大额存单一模一样，但是允许与你分享最高可达5%的市场上涨收益。因此，如果股票市场一共上涨了8%，你可以分到5%。在这个例子里，和传统大额存单一样，你同样有美国存款保险公司的保险，但是收益要高出20倍。但是我要重复一下，如果市场下跌了，你一分钱也不会损失。记住利率，在这个领域利率经常是变化的，某些时候利率可能要比其他时候更有吸引力。2008年，当银行正在垂死挣扎，急需资金，到处寻找存款时，它们搞了一个私下交易的票据，条件非常优惠，让我的好友阿杰伊·古普塔，也是我的个人注册投资顾问，根本无法拒绝。这个存单有100%的本金保障，还有美国联邦存款保险公司的保险。它的价值与一个股票和债券的平衡组合相关联。以上所有条件都谈好了之后，他平均每年得到了8%的收益率，而且没有任何风险。

不过我必须再次警告你，你如果直接从银行的渠道来购买这些产品，会有一大堆费用和手续费。相反，你如果通过一个投资理财顾问来购买这些产品，一般会免除那些金融零售企业所收取的所有佣金和费用，这样的投资业绩和地位会更好。

3.固定指数年金。我首先要说一下，确实有很多非常糟糕的年金产品在市场上出售，但是根据我的研究和对一些美国顶尖专家的访谈，我发现有些类型的年金，那些投资内行也能用来当作一种工具，来创造上行收益而没有下行风险。

固定指数年金就是其中的一种年金。它于20世纪90年代中期出现，但在近期才呈现出爆发性增长，流行起来。一个结构合理的固定指数年金具有以下特点：

●100%的本金保护，由保险公司担保。正是因为这个原因，我们要选择的保险公司是信用评级高、长期信誉好、说话算数的公司，它们往往有100多年的良好信誉。

●有上行收益，没有下行风险，就像结构化票据和市场联动定期存单一样，这种固定指数年金也一样，如果市场上涨，你可以分享一些收益，如果市场下跌，你不会有任何损失。所有的收益都可以递延纳税，但是如果是在一个罗斯个人退休金账户中使用，你不用为这些收益交税。

●最近，可能最重要的是，有些固定指数年金有能力创造出一种收入现金流，你能活多久，它就能持续多久。你相当于有了一张终身支票！要把这种投资作为你的个人退休金该有多好啊。你存的每一美元，一旦你决定启动或者开始领取你的终身收入现金流，保险公司就保证每月付给你一笔确定的收入。保险公司做这种工作非常成功，已经做了200年了。我将会在第五部分深入地探索这种投资策略。

## 警告

在我们继续前进之前，让我非常清楚地说明一点：这并不意味着这些产品和策略的所有版本都是非常好的。有些会有很高的手续费，有些会有很高的佣金，有些会有隐藏的收费，等等。我最不愿意看到的事情是，有些销售人员会利用这几页的内容，推销给你一些并不符合你最大利益的产品。我要给你列一个陷阱明细清单，你必须避免这些陷阱，同时我还要列一个事项清单。

## 容忍造就现状

这一章的关键点是，我开始展示给你可以一举两得的投资方法，让你鱼与熊掌可以兼得。有时当长时间忍受波涛汹涌后，你开始相信根本没有其他选择。这种心态和这种心理倾向被称为“习得性无助”，但是那些投资内行绝对不会这样想，从巴菲特到布兰森，他们都在寻找风险—收益不对称的投资机会。投资内行并不是无助的，你也不是。在生活的每一个领域，你的容忍造就现状。现在是时候提高标准，不再容忍了。

## 我们已经走了多远？

我们已经取得了一些十分重大的进展。让我们回顾一下，到目前为止我们粉碎的8个投资营销谎言和我们已经揭开的真相。

●我们已经学到了没有人能够战胜市场（除了少数几个独角兽之外）！通过运用低成本来模拟市场的指数基金，我们的业绩可以跑赢96%的公募基金和几乎同样多的对冲基金。欢迎来到业绩排名的前列！

●因为注重选股，主动管理型基金收取了我们超高的费用（平均每年超过3%），我们选择低成本的指数基金就可以把投资费用减少80%，甚至90%。这样，等到你退休时，你的投资账户得到的钱能超过2倍，或者能把你得到的财务自由所需要耗费的时间大幅度缩减。好好想想吧！

●我们已经学到了屠夫和营养学家有很大不同，经纪人和受托人有很大不

同，现在我们知道去哪里可以得到完全透明的投资建议了（投资顾问费也许可以税前扣减）。

●我们学到了如何大幅度降低401（k）的费用，运用低成本提供商，比如美国最好401（k）是个好办法。你可以看到你的401（k）计划的费用累积了多少，只要运用费用检查器，一点就知道了。这些节省下来的成本将会让我们总的账户余额呈现复利增长，把钱放回我们家庭的口袋里。（对于企业老板来说，我们会展示给你如何做到让你们公司的401（k）计划操作合法合规，从而大幅度降低你的法律风险。否则，你要交很大一笔罚金。）

●我们详细了解了罗斯401（k）账户，懂得如何运用罗斯401（k）账户来保护自己，避免税收的增长，其方法就是今天交税，这样你以后就再也不用交税了（投资增值和账户取款都不用再交税了）。

●我们学到了目标日期基金不仅非常昂贵，而且可能会非常激进，或者波动得很厉害，远远超出你的想象。如果你想运用一只目标日期基金，你要限定自己只购买那些低成本的目标日期基金，比如先锋公司发行的目标日期基金。后面，你将会学到如何整合你的资产配置，而不是购买一只目标日期基金去帮你做资产配置。

●我们也学到了变额年金是一个突变性的进化，让这个有2000年历史的金融产品焕发新生，但是它不同于传统的（固定）年金，能够提供其他年金产品所不能提供的东西：一份有保障的收入现金流。

●最后我们学到了既可以发财又不冒任何风险，这是可以做到的。当然做任何事情都有风险，但是某些结构化产品会允许我们鱼与熊掌兼得：要是市场上涨了，我们可以分享到一些收益；要是市场下跌了，我们却不会亏损一分钱。

你的眼睛开始睁开了吗？一直蒙住你的眼罩被拿掉了吗？你的人生现在将会出现多么大的不同，因为你知道了真相？粉碎那些投资营销谎言，为你创造真正的财务自由打好基础。我希望你能够看到、听到、感觉到，而且知道投资游戏是能赢的。如果这些投资营销谎言让你心神不宁，那么这是好事。我第一次发现真相，也是这样的。让这些投资真相驱动你去创造真正的财务自由吧，这是你人生中必须达成的目标，你宣布自己再也不会被人利用了。

我们要再上一个层次，它会蛮有乐趣的。我们会让梦想更多的部分变成现实，办法就是制订一个到位的计划，它既切实可行，又令人兴奋。如果你的梦想变成现实的速度还不够快，我们会展示给你如何加速，让你的梦想

更快地实现。

但是，我们必须破解最后一个谎言。这个谎言不是其他人兜售给你的，这是你自己兜售给你自己的。正是这个谎言让你一直没有采取行动。现在你突破自我的时候到了！让我们粉碎你自己给自己的限制，办法是发现我们自己告诉自己的谎言。

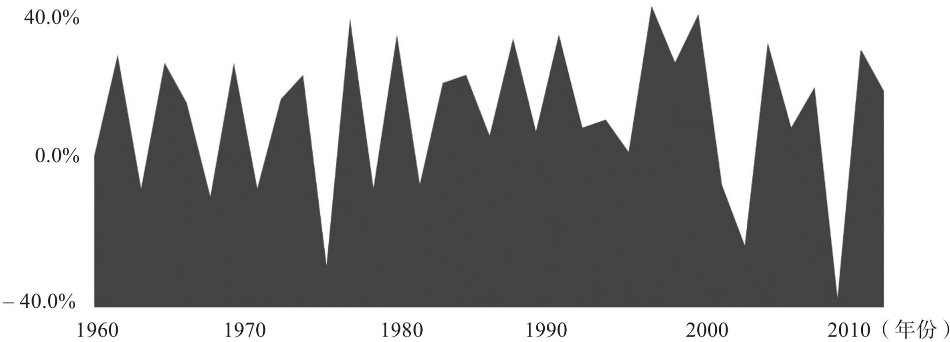



图13–1

# 第14章 投资营销谎言9："我们自欺欺人的谎言"

寻找真相，你才能找到出路。

——弗兰克·斯劳特

好吧，我们实话实说吧。我们前面讲了八大投资营销谎言，多年来，让我们付出了巨大的成本，而让那些大型金融机构得到了巨大的好处。我敢打赌，你现在可能非常震惊，但是你感觉内心充满了巨大的力量。你现在知道应该避开什么、做什么，才能投资成功了。

但是，你还需要粉碎最后一个投资谎言。这个谎言说的是，我们没有成功，我们没有成就，我们没有成长，都是因为别的人或者别的事情超出了我们的控制范围，我们自己没有办法解决。或者我们认为，自己天生不是那块料，根本不能掌控这一领域。但是真相是这样的：我们大多数人的人生无法实现重大进展，阻止我们的终极因素并不是别人的限制，而是我们自己限制自己的感觉或信念。不管我们现在多么成功，不管我们现在的层次有多高，个人、专业、精神、情绪层面达到了多高的层次，总还有更高的层次。我们必须对自己非常诚实，对自己没有意识到的恐惧非常诚实。我说的意思是什么？

每个人都在某种程度上害怕失败，有时我们非常害怕自己美中不足，甚至尽管我们知道该做什么，我们的恐惧害怕还是会阻止我们去执行既定的计划。结果是我们没有直接面对我们自然的恐惧害怕，我们做了什么？我们开始编故事。故事讲的是，为什么我们还没有足够聪明、足够成功、足够苗条、足够富有、足够爱别人或者让人爱。我们编的故事总是把自己的失败归因于某个超过我们控制范围之外的东西，或者我们天生缺乏某种才华和能力。但是才华和能力这两个成功的关键因素，是每一个真正承诺全身心投入的人都可以得到的。你也可以得到你想要的技能，只要你能超越那些认知上的自我限制——认为自己要掌握这些技能太辛苦、太困难，自己"根本不可能做到"。

你已经做出了一生中最重要的独立的投资理财决策，那就是精确地决定你要储蓄起来的收入的具体比例，以此来打造你的自由基金，好让你能够借助这笔资金来创造一个赚钱机器，让你睡觉也能照样赚钱。我们已经花费相当多的时间看穿那些投资营销谎言，正是由于它们的存在，我们一路走来才会不断地犯错，不断地栽跟头。那么还有什么其他障碍？最后一个阻挡我们前进的障碍是，我们自己的故事，我们自己的限制，我们自己的恐惧。我们最后要面对的那个障碍就是我们自己。正是因为这个原因，过去

38年来我最有激情去做的事情就是，帮助人们冲破阻碍，帮助他们走向他们想要去的地方，而且速度更快。我的整个人生一直致力于帮助人们创造突破，而且坦白地说，尽管很多人把这一步搞得非常复杂，我却发现其实只有三个关键因素决定了你的人生是成功的还是失败的，决定了你是原地踏步还是大步向前，决定了你是否总是找借口以及是否能够享受你值得拥有的人生。

## 突破

什么是突破？突破就是从不可能变成可能的那个时刻——你不再只谈论某件事，而是终于采取大量的行动，做任何需要做的事，让这件事真正发生，这个时候就是突破。你做出一个举动，真正改变和改善你的世界，这就是突破。

经常是挫败、生气、压力引发了突破。我们到达了临界点：在这个临界点，我们会说“再也做不到，再也多不了了”。或者灵感一下子降临了：我们遇见某人激发了我们，让我们看到人生完全可以更加伟大，比我们梦想的都更加伟大。你遇见一个人，他能够充分享受人生，有很棒的人际关系和健美的身材，有真正的财务自由。这让你下定决心：“我要跟他一样聪明能干，我也能过上这样的生活。我要找到一条新的人生之路。”原来你可以接受的，现在却再也不能接受了。你现在再也不会回到从前那个样子了。你下定决心，在沙滩上画下一条线，承诺去追求一个新的目标，设定一个新的标准，从此之后，你能够做到的事会让你自己感到震惊。

大多数人会说：“这花了我十年才做出这个改变。”但是真相是并不需要花上十年，你就可以做出突破。真正的转变就发生在那一刻。也许要花费十年，你才能到达那个关键点，你已经准备好了，你放开了，甚至你被人激怒了。但是我们的人生都曾有过突破，这些突破都发生在那短短的一刻。有件事让我们挣扎了好多年——工作或者事业，体重或者人际关系，我们一直很难受、很痛苦、备受折磨，直到有一天有件事扣动了扳机。突然，“就这样了”。

“我爱你。”

“我退出。”

“我加入。”

“我们开始吧。”

不是一天，也不是一个小时，就在那短短的一刻，你的人生改变了，永

远。

你是否经历过一段勉强维持的合作关系，尽管你知道自己并不快乐，你的合作伙伴也不快乐？你到了非处理这段关系不可的地步了，但是你害怕未知，害怕改变，害怕孤单，结果这些害怕阻止了你采取行动，后来你就习惯了，安逸了，再也不想改变了。

不管你让自己挣扎的是什么，我知道有一个地方，你以前有过突破。花上一点儿时间，你肯定能想出来一个地方。有哪个地方曾经一直让你很纠结——每天、每周、每月，甚至好几年，十几年，直到有一天你触碰到了临界点？你突然受到启发，或者再也忍不下去了，终于做出了一个真正的决定，要永远、彻底地改变它！你采取大规模行动，而且是马上行动来做出改变。你成功了。你最终改掉了坏习惯，你再也不抽烟了。或者你离职了，再也不干那些让你一直非常痛苦的工作了，你自己创业了。也许你最终决定开始锻炼，改变自己的体形了，或者让自己跳出那段非常糟糕的人际关系。

我希望你能够拥有那种突破。有一段时间事情看起来根本不可能改变，但是你做到了——是你让本来不可能做成的事情成功了。你绝对有能力改变你人生中的任何事情。不管这件事持续了多久，你在顷刻间决定完全彻底地改掉它，那一刻就是真正下定决心的时刻，那个决定就是你行动的依据。这就是你有过的真正突破。现在就有一个新的突破正在等着你。

## 三步创造突破

只需三步就可以创造突破：三种力量结合在一起，能够大大地改变你生活的任何一个方面。每种力量都可以单独地起作用。如果能把三种力量结合在一起，你绝对能够改变你选择的那个方面。

美国人面临的三个最大的挑战是什么？哪三个领域被事实一次又一次地证明给美国人的生活带来了痛苦？我们的投资理财，我们的夫妻关系，我们的身体健康。第一个领域是钱。有多少人，你知道，一直在钱的事上挣扎。他们不能储蓄；他们赚的钱太少；他们花的钱太多；他们想不出来为了让自己的职业发展得更好，下一步该去做点什么。第二个领域是怎么处理好自己的夫妻关系。男人和女人天生不同，如果我们不能彼此理解的话，我们就需要做很多工作，才能保持健康的亲密关系，才能理解我们的伴侣真正需要什么，真正想要什么，才能够用爱和支持的方式进行沟通。第三个领域是我们的身体。在我们现在生活的时代，西方世界的大多数人都体重超标。10个美国人里有7个人要么超重（美国疾病预防控制中心的衡量标准是身高体重比为25.0～29.9），要么肥胖（身高体重比超过30.0，甚至更高）。让我们挣扎痛苦的是体重和健康，它们已经成为全国

性的危机，现在正在扩展到全世界，因为有些发展中国家也吸取了部分美国人的生活方式和饮食结构。

为什么我把那些问题全都摆出来？夫妻关系的挑战、不健康的饮食习惯和你获得财务自由的能力有什么关系？不管你想在哪个领域创造突破，不管是你的身体，你的夫妻关系，还是本书关注的焦点——钱，你都只有三样东西需要关注。你如果想改变你的人生，就必须改变你的策略，改变你的故事，改变你的状态。让我们从策略开始，因为这是大多数人开始的地方。

## 正确的策略

你一直在读本书，你肯定在寻找答案，寻找策略来掌控你的金钱，确保你未来良好的财务状况。我活着就是要找到策略来改善我们人生的每一个方面。过去我花了38年，一直执着地坚持寻找策略和工具来快速改变人们的生活质量。我做得非常成功，影响了100个国家的5000多万人。因为我疯狂地找简单的策略来快速引发突破——人生各个重要方面的突破：夫妻关系的突破，投资理财的突破，工作事业的突破，企业增长的突破，身体、心灵、灵魂的突破。

我始终相信，得到一种结果的最好和最快的方法就是找到一个榜样，这个榜样已经做成了，你只要模仿他的行为就行了。你如果知道有个人以前很胖，但是现在身材苗条，十分健康，而且保持了十几年，那么你赶紧模仿这个人的生活模式！你有个朋友，过去夫妻关系非常紧张，现在夫妻二人的感情很好，相亲相爱，而且保持十多年了，赶紧去模仿他！你碰到一些人，开始的时候他一无所有，后来一路打拼，积累了很多财富，而且财富一直很稳定。快去学习这些人的策略，这些人并不只是因为运气好，还因为他们做的事与众不同，所以他们才会在这个方面取得成功。

我全力以赴地寻找那些卓越人士的过人之处。为了找到一种行之有效的策略，你必须去找那些做得最优秀的人，他们的成功久经考验。你如果追随他们的策略，播下了同样的种子，就会收获同样的果实。我经常说“成功有迹可循”，就是这个意思。本书有很多有效的成功策略，都是从最成功的人那里总结出来的。

正确的策略的另一个好处是，可以节省你最宝贵的资源——时间。如果你一开始就有一个久经考验、行之有效的计划，有个正确的策略，那么你可以把别人几十年的挣扎奋斗，变成几天内就能实现的目标。如果你没有正确的策略，那么挫折根本无法避免，因为你第一次学某样东西，只能不断地尝试，不断地失败，不断地摸索。相反，按照正确的策略，你得到想要的结果的时间只需要几天，而不是几年，因为你学习那些已经取得成功的

人，你找到了捷径。为什么要重新经历一次挫败？

现在就是关于策略力量的问题了。继续读下去，你就会拥有你在全世界能够找到的最好的投资理财策略。我可以向你保证这些策略并不是我发明出来的，而是有史以来最成功的投资者所采用的策略。但是尽管我对策略非常着迷，我也知道仅是策略本身不足以让你成功。

为什么仅靠策略是不足够的？有一个关键的挑战：人们往往采用错误的策略，不可避免地，最终会以失望而告终。你正在努力减轻体重，你用的办法是每天只吃500卡路里的食物——这肯定没办法持续，你会饿死的。或者你非常肯定自己只要买一只热门股就可以发大财了，实际上这样做几乎不可能成功。

大多数人会去找谁学习策略？我们会找谁寻求建议和指导？我们往往从失败的人身上学习！你有多少次是从夫妻关系非常糟糕的人那里寻求搞好夫妻关系的建议的？你有多少次是向一个一直为超重而挣扎的人寻求保持身材的建议的？有多少人接收的信息反而强化了他们永远无法改变自己身材的错误想法？为什么要听这种只有反作用的信息？因为没办法，他们周围都是那些身材不好的朋友或者家人。我们寻求投资理财的建议也是同样的情况。我们向那些并没有真正积累到相当多财富的人求教，因而得到的投资建议不是良药而是毒药，它们只会让自己陷入灾难。这只会加强你原来的信念，用什么办法都没用。其实，根本不是用什么方法都没用，只是因为你学习的是那些不成功的人的不成功的策略，错误的策略，而这些策略是无效的。

不管策略看起来多么美，你还是要不时地看一下结果。

——温斯顿·丘吉尔

## 故事的力量

回到我们面对的最大挑战：我们的夫妻关系，我们的身体，我们的财务。在每一个领域，我们都被困住了，原因有三个。第一，正如我们前面所说的，我们缺少正确的策略。我们都知道一对夫妇，不是男的不愿意沟通，就是女的不能停止唠叨。夫妻之间不明白对方的需要，更不用说满足对方的需要了。如果有个朋友总是不断地追逐最流行的减肥食谱，你会怎么跟她说？或者有个朋友总是在寻找一个神奇的方法能使自己迅速地成为百万财富，他其实是在告诉自己，若没有这个神奇的方法，他就永远不能实现财务自由。没有正确的策略，你就会失败。当你失败了，你就会编出一个很离谱的故事：“我的老婆永远不会满足。”“我永远不能减掉体重。”“能赚到大钱的人是那些已经很有钱的人。”这些自我选择的故事阻止我们去寻

找正确的策略，甚至尽管我们有了正确的策略，它也会阻止我们具体实施。

你是不是也认识这样的朋友？你把答案直接放在他们的眼皮底下，他们还是会说："不行，这根本不会有效，因为……"他们会告诉你100万个理由。正确的策略就摆在面前，为什么人们就是不用？为什么他们还是没有实现他们的目标？要保持相亲相爱的夫妻关系怎么就这么难？为什么彻底减掉体重这么困难？为什么70%的美国人的体重都超标？是因为变苗条和健康的策略实际上太复杂了吗？是不是那些信息都被隐藏起来了，只有1%的人才能找到，或者这些信息收费非常高，只有特别有钱的人才能买到？见鬼去吧，根本不是。你要找的答案随处可见，随时可得，随地可用。你家附近肯定有一个健身房，开车一会儿就到。（上帝禁止我走过去。）全世界到处都有教练，有些能在网上指导你，你不管在哪里都行！网络上到处都有免费的建议，当然，网上还有好多关于健身和减肥的书籍，你用手机或平板电脑可以马上下载。你根本不用费事就能找到你想要的策略，让自己的形体变得更好，体格变得更强壮，身体变得更健康。

那么真正的问题是什么？答案是我们必须把人性考虑进来。我总说，人生成功，八成靠心理，两成靠方法。你怎么解释有些人明明知道自己需要做什么，自己想做什么，而且有正确的策略，他却没有采取行动？要解开这个谜题，我们必须深入地研究个人的心理：价值观、信仰、情绪。这些心理因素在驱动着我们。

正确的策略就放在面前，但是你还没有成功。这是因为你丢失了达成突破的第二把钥匙：故事的力量。如果你没有采取行动，那么答案就放在你眼前，只有一个原因：你创造出了一套信念，已经绑定在一个故事里了——这个故事讲的是为什么这个方法你用不行，别人用就行。这个方法只适用于四种人：有钱的人，有好身材的人，幸运的人，夫妻关系和谐快乐的人。你很容易编出一个自我限制的故事。

既然如此，为什么你还要费事采取行动，实践你"知道"肯定会失败的策略？这个策略不是问题，故事才是问题。那些做事半信半疑的人会说：这可能能行，也可能不行……"当然会不行了！这个信念成了一个自我实现的预言。这种故事就像能够解除力量的魔戒，失败简直板上钉钉。当然，失败的结果只会进一步加强你的那个信念：用什么方法都不行。这样就形成了恶性循环——不相信，失败，更不相信，更失败。

但是那些真正做成事情的人、完成目标的人、转变的人、成长的人、学习进步的人，他们不仅采取了策略，还附加了一个新的故事：一个能够赋予人力量的故事，一个"我能做到而且我愿意去做"的故事来代替"我不能做到，所以我不愿意做"的故事。于是，实现了从一个自我限制的故事转到

了一个赋予力量的故事。我不愿意成为大多数不能做到的人中的一员，我要成为少数能够做到的人中的一员。

有段时间，我的体重超标38磅，我给自己编的故事是“我的骨架很大”。确实如此，但我也很胖。故事可能是真的，但如果它们不能帮我们，而且会阻止我们拥有自己想要而且值得拥有的生活，我们就要改变这些故事。我们的人生中也有过很烂的故事。

我不能赚到足够多的钱。

我不能储蓄更多。

我从来不会阅读。我天生有阅读障碍。

我的朋友理查德·布兰森是维珍企业帝国的掌门人，他有阅读障碍，但这一点并没有限制他的人生发展。为什么？因为他对阅读障碍的信念或者故事是积极的，而不是消极的。他的故事不是“我根本不会阅读了”，而是“我有阅读障碍，所以我必须更加刻苦努力地工作，才能做成我想做的每一件事——我会更加刻苦努力”。要么你利用你的故事，要么你的故事利用你。找到你人生出错的地方，和找到你的人生做对的地方一样容易，只要你改变你的故事。你的夫妻关系出了问题，理由是所有的好男人都走光了，他们是同性恋可是你不是，或者你是同性恋可他们不是。总是有个故事好讲，对吧？故事控制着我们的情绪，情绪驱动着我们的行为和行动。

我来问你一个问题：你担心钱的事吗？钱的事会让你半夜睡不着觉，翻来覆去吗？一提钱的事你就非常紧张：下个月工资啥时候发？下个月的车贷怎么还？小孩子上大学的学费啥时候能攒够？我能不能攒到足够多的钱享受退休生活？你的财务压力到底有多大？按照美国注册会计师协会的研究，44%的美国人，也就是接近一半的美国人，在接受调查时说自己的财务压力属于“高水平”。你有没有这样想过，“这么大的压力会压垮我”？

凯利·麦戈尼格尔是斯坦福大学的健康心理学家，他一直警告人们注意压力的危险，已经有整整10年了。后来她才意识到也许是她的建议，而不是压力本身正在把人更快地送进坟墓。“我是在把一种可以强化健康的刺激转化成一个疾病的源泉。”思路的突破加上一些强有力的新研究，麦戈尼格尔的观点完全转变了。

研究结果表明，压力也可以成为我们的朋友。就像你给肌肉压力（举重或跑步）能让肌肉更强壮，情绪压力能让我们的身体和心灵更加强壮。麦戈尼格尔现在重点普及的观点是，新的研究表明，转变你的头脑对压力的看法就能真正改变你身体对压力的生理反应。在一个持续8年的研究中，有

些成年人体验到了“压力非常大”，内心也相信压力有害健康，他们的死亡风险增加了43%。（这真让我紧张。）可是另一些成年人也同样体验到“压力非常大”，但是内心不认为压力有害健康，没有把压力看作有害的，结果他们死亡的风险一点儿也没有增加。麦戈尼格尔说，压力的生理信号（心跳加快，呼吸急促，浑身冒汗）未必是焦虑的生理证据，也未必表示我们应对压力做得不太好。相反，我们可以把这些生理反应换一种方式解读：这是我们的身体正在释放活力，让我们准备好迎接下一个挑战。现在的科学证明，关键不是压力，而是你怎么看待压力——你联想到的压力的故事很关键。告诉自己压力有害，可能会让你50多岁就得心脏病；告诉自己压力有益，可能会让你健健康康地活到90多岁。这仅是一念之差。

成功是我唯一的选择，失败不是。

——《失去自我》（歌曲）

那么关于钱，你过去一直给自己讲的故事是什么？是什么阻止你不能实现你的财务梦想？你一直告诉自己现在开始储蓄为时太早，还是说现在开始重建你的投资组合为时已晚呢？你现在赚的钱太少了，根本不够花，哪里还能有钱储蓄？整个社会有人操控，故意和你做对，所以你何必费事瞎折腾？也许你的故事是，“政府让我们承受沉重的债务负担，整个金融体系混作一团”，或者是“我就是对数字不在行”。好消息是，你并不需要对数字在行！你只要有个手机，上面有计算器，就可以在手机上下载一个应用程序，回答几个简单的问题——你现在在哪里，你想去哪里，你愿意做什么，从而得到一个投资理财规划。你会清楚地了解到如何实现财务自由。

也许你的故事是“先要有钱才能赚钱”。我把本书的初稿分享给一些朋友看，第一批读者中的一位，她有个核心信念是：“我永远不会实现财务自由，除非我能有办法赚到很多钱。只有一开始就有很多钱的人，才能赚到更多的钱，但是我没有那么多钱。”后来她读到西奥多·约翰逊的打造你自己的赚钱机器的故事之后——那个送快递的家伙年收入从来没有超过1.4万美元，却利用自己打造的赚钱机器，经过一生的持续努力，把这么少的收入转化成7000万美元的巨大财富，她马上把自己的故事扔到了窗外。西奥多并不幸运，他能积累如此巨大的财富，用的只是一个简单的系统，和本书后面你要学习的系统一模一样。

她的新故事也可以成为你的新故事：“我只要利用那个简单的复利机制，就能赚到很多钱。我就可以去任何我想去的地方，我就可以过我真正想过的生活，我就可以实现财务自由了。根本没有什么限制，那些限制都是我自己给自己加上去的。

我的重大财务突破之一，就是在我的故事有了重大改变后才出现的。小时

候，我家很贫穷，我总是把缺钱和家里每个人的痛苦联系在一起。我很小就发誓，我绝对不会要小孩，除非我真的有钱了。我发誓，我要赚很多钱，让我的家人再也不会为钱发愁。我小的时候，因为没钱付不起账单，吃饭时桌子上什么食物也没有，我当时感到羞愧、挫败和痛苦。

我不断地努力，终于实现了自己的诺言。我18岁的时候，每个月能挣到1万美元，当时来看，这可是一大笔钱，现在也是。我非常激动，我回去找我从小一起玩到大的好朋友，他和我一样从小家里就很穷。我说："我们一起出去大玩一场。我们飞到埃及，骑骆驼比赛，从这个金字塔骑到那个金字塔！"我还是小孩的时候就一直有这个梦想。现在我可以跟好友一块儿实现这个儿时的梦想了。可是好友的反应完全不是我想的那样，他说："这事对你很容易，你是有钱人。"我把这家伙当好朋友，才会来找他一起去玩，没想到他竟然会这么鄙视我，我简直气得浑身发抖。我不是来炫耀我有钱的，我只是想和朋友分享我的财富，去共同体验一场真正的冒险。但是我需要重新评估，我创造出了一个新的故事：虽然一个信念说你能做好，但你做得差不多好就行了，不然别的人要说你了。如果你做得太好了，大家就会不喜欢你了。

就这样过了很多年，我的人生和我的事业都发展得挺好，但是我的收入并没有大幅增加，直到后来我最终碰到了一个临界点，到了我人生的一个重要阶段。我开始想："这简直太可笑了。"如果我能拓展我的智力，我应该去做吗？我的答案是："当然了！"如果我可以体验到更多的爱，给予更多的爱，我应该去做吗？当然了！如果我可以拓展我的能力，给予别人更多，我应该去做吗？当然了！如果我可以赚更多钱，增加我的财富，我应该去做吗？第一次，我感到犹豫不决。为什么在我人生的其他领域我拓展自己，让自己得到更多，给予更多，是很自然的事，但是一旦涉及钱的问题，突然之间我的答案就完全不同了？为什么？这太不合理了。

但是后来我知道真相了。我有一个深深的恐惧，自己原来并没有意识到，那就是我害怕别人指责我，于是我在这个领域进一步拓展了自己。我太希望取悦每个人了，我太希望得到别人的爱了，以至于我潜意识里不但以为赚更多钱、发更大的财像是做错事，而且它在潜意识里暗中破坏自己的成功，好让自己别赚太多的钱。像很多人一样，我告诉自己钱不是精神上的，钱和心灵无关。这是不是太疯狂了？任何一个变得真正富有的人都知道一个真相，要变得富有并且保持富有的唯一方法就是，在一个大家真正看重的领域，找到一个方法，为别人做更多，比其他所有人做的都要多。如果你成了别人生命中的"好福气"，你自己也会得到上天赐予的"好福气"。钱，只是这些"好福气"中的一种，但是它确实是一种"好福气"。它只是另一种形式的自由和富足。

钱不是别的东西，钱就是一种反映。它能反映出你的创造力有多大，你的

专注能力有多强，你增加价值并且得到回报的能力有多大。你如果能够找到一种方式，创造出更多价值，让很多的人受益，那么你就有机会得到很多的经济回报，让自己的人生变得非常富足。

我到达了那个临界点，那时我开始厌烦用原来的那种方式生活，我看到了只是为了讨好别人是多么的荒谬可笑。如果你赚大钱了，别人就会把你归为“1%的富豪精英”，这确实不假。我从还是个孩子的时候就觉得，成为那1%精英中的一员，太野心勃勃了。我的父母属于那99%的平凡人，我原来也属于那99%的平凡人，但我就是不甘心这样过一辈子，为了我自己，为了我的家人，我想出人头地。不过，停留在那个层次，只是为了和别人合得来，搞好关系，这也太不合情理了。我过去把自己在财富积累上缺乏进展归咎于要和别人搞好关系，要合群，我已经厌烦透了，我再也不要这样做了。我在赚钱积累财富上限制自己的故事，必须得抛弃了。我爱别人，但是我不能浪费自己的生命来取悦他们，特别是我知道这样取悦他们，我的人生格局就小多了，我只能限制自己。我打心眼儿里不相信造物主创造我们的生命就是为了这个目的。现在是时候了，我应该去找一种方法，赚更多的钱，并用同样的方法，努力给予更多，贡献更多，付出更多的爱，同时拓展我的能力，在智力上、情绪上、精神上都要拓展自己，使自己更加精进。

有了这种信念上的转变，突然之间一切变得一清二楚了。这并不是说我要征服这个领域，比如在处理夫妻关系这个方面，策略可能一直就在那里，但是由于我的思维僵化，所以我一直对它视而不见。一旦你改变了你的故事，你的整个世界都会随之改变。

改变你的故事，就能改变你的人生；脱离那种自我限制的故事，拥抱发现真相的故事，每件事情都会改变。我敢说，当你摆脱了自我限制的故事，采取大胆的行动，你就会发现策略开始起作用了，你能创造的结果简直就像奇迹一般。

我给你最后再举一个例子，我有个好朋友朱莉，她是一个成功的编剧，她的稿酬属于顶级水平，可是她在财务上一直没有太大的进步。等到她和她的丈夫都50多岁了，他们才有了一套漂亮的房子，抵押贷款虽不算多，但是他们的个人退休金账户里只有10万美元——离他们退休需要攒的退休养老金的目标金额还差得很远。他们的钱都被投资到一个名为“社会责任”的公募基金上了，这个基金收取的费率很高，吃掉了他们的大部分投资收益。

朱莉的丈夫柯林想投资得更加激进一些，但是朱莉甚至根本不愿意和他谈投资理财的事情。朱莉告诉丈夫说他恨华尔街，恨华尔街代表的一切。事实上，一谈钱就会让她很不舒服。对于她来说，钱是罪恶的。

但是后来一个突破发生了，她参加了我举办的研讨会，释放了内在的力量，我们运用策略故事的力量改变了她的心灵状态，告诉她，你在人生的每一个方面都能创造出突破，释放出你的内在潜力。我运用音乐和其他工具来让观众处在巅峰状态，就是这个时候，正是发生突破的时候。

那个周末转变了她的财务人生。她是怎么做到的？她认识到有些事情必须改变，要不然，她和丈夫就要面临非常悲惨的退休生活，最打动她的是，她想明白了自己的负面信念，她对钱的负面看法创造出了持续不断的痛苦，由此影响了她的婚姻，也影响了她的将来。她问自己这个故事是从哪里来的，她剖析自己的内心，然后问自己，这真的是我吗？这就是我非常相信的东西吗？我们并不是生来就相信钱的，很多人认为钱是罪恶的，这个信念是从哪里来的？

朱莉不需要剖析得很深，就能找到答案。朱莉的父母成长在大萧条期间。她的妈妈从来没有得到过上大学的机会，尽管她的学习成绩非常拔尖，但她只能去找一份百货商店店员的工作，一个星期才挣9美元，而且根本不敢抱怨工资低，也不敢抱怨站得时间太长，脚疼得要命，因为她的妈妈太怕丢掉这份工作了。朱莉从小到大一直在听妈妈唠叨同样的故事，一遍又一遍——那些富人如何剥削穷人；银行和华尔街的经纪人如何摧毁了美国经济；人们根本不能相信股票市场。听的次数多了，朱莉在脑子里形成了一种联系：“如果我成了一个富有的投资者，我就变成了一个坏人，我的妈妈就再也不爱我了。”

朱莉意识到她一直在告诉自己这个讲述财富罪恶的故事，但这并不是她本人的故事，而是她妈妈的故事。“钱是万恶之源”，这是她妈妈像念经一样一天到晚重复唠叨的咒语，但并不是她自己的咒语。自己意识到了这个真相，这让她感到震惊，这个真相让她解脱了，这些话语对她失去了所有的影响力。事实上，她自己做了一番功课，研究了《圣经》上的内容，结果她发现《圣经》并没有说“钱是万恶之源”，而是说“爱钱如命”，爱钱超过爱其他所有的东西——真爱、夫妻关系、奉献，绝对会让你大难临头。

这是个令人震惊的转变。朱莉从她自我限制的故事里面走出来后，很快便坐下来跟她的丈夫第一次谈论起他们的财务问题，她非常激动，夫妻俩可以合作，重新获得财务人生的控制权。想象一下，打造你的财富会是多么艰难，因为你的核心理念是钱是罪恶的东西。他们抛弃了成本很高的公募基金，而把他们的个人退休金账户转换成一个多元化的由先锋公司提供的指数基金组合，然后他们制订了一个合适的长期投资理财规划，就像你在本书后面会读到的那样。这让他们成功地踏上了通向财务自由的阳光大道。

朱莉和柯林转变了他们的故事，结果后来发生了什么？他们学会了如何玩

这个投资游戏并且获胜，他们学到了如何创造一份终身收入，他们学到了额外多加15万～25万美元到自己的腰包里的方法，它其实很简单，就是从那些收费很高的公募基金里跳出来，转向那些收费很低的指数基金，这样你的投资就能节省出很多费用。有了足够的退休金，你的退休生活会多么的幸福惬意。

记住，秘密很简单：改变你的故事，就能改变你的人生。脱离那些让你自我限制的故事，拥抱真相。你能让任何事都梦想成真。

## 你的状态很重要

如果你感觉糟透了，你根本不会认为生活很美好。你是否有过这样的经历：对某人感到很生气，然后就突然想起这个人曾经做过的每一件让你讨厌、愤怒的事情？当你进入愤怒的状态时，大脑会支持这种状态，那么让你保持这种状态的那些故事马上就会出现了。

相反，沐浴在爱情里的女孩子看世界会是什么样子？好像一切都透过了玫瑰色的透镜，每件东西看起来都美妙极了，对吗？粗鲁的店员无法惹怒你，哭闹的小孩看起来很可爱。这就是一个积极的状态，它会改变你的外表和你的故事。

你的内心和情绪状态会影响你对生活中每件事的感觉和体验。我和任何人合作，从世界一流的运动员到大权在握的公司高管，我首先要做的事就是改变他的状态。你的好心情如果被开启，你就能做成你想做的事情，但是如果被关掉了，你的整个世界就完了。你知道我说的是什么意思，对吧？你知道，当你状态很好的时候，每一件事情都进行得很完美，你甚至根本不用思考：打网球，你会发球得分；开会，你会说到点子上；谈判，你会得到你想要的结果。我们也都体验过相反的情形：我们连自己家的地址都想不起来；到别人家吃晚饭，可连女主人的名字都想不起来了；连英文单词“the”都能拼错。我称之为愚蠢的状态。但是过了几分钟你就恢复正常了：你想起答案了，因为你现在处于另一个不同的状态。

本书的目的并不是要教你如何改变你的状态。我的书、音频、课程、现场活动，很多讲的都是这个主题。总之，你可以马上彻底地改变你的感觉（而不只是希望你自己能够感觉良好），你只需要明白先改变你的身体，然后就能改变你的头脑。

我可以教给你很多办法，马上改变自己的状态。其中有一个最简单的办法，我称之为改变你的生理机能。你可以改变你思考的方式，方法是改变你的运动和呼吸的方式。情绪是动作创造的。大量的行动可能会治愈你所有的恐惧。好好想想，恐惧是生理性的。你的嘴、你的身体、你的胃都能

感觉到恐惧。勇气也是一样的。你可以只用1/1000秒就从一个状态转到另一个状态，只要你能学会彻底地转变你的行动、呼吸、说话方式，以及你使用身体的方式。我运用这些诀窍近40年了，并把它们用来转变一些精英者的状态，包括世界上顶尖的运动员、交易员、企业领导人、政治领导人。2013年，哈佛大学做了一项科学研究，研究证明了这种方法的有效性。

哈佛大学教授、社会生理学家艾米·库迪在2012年发表的TED演讲非常有名，他提出了一个“非科技生活妙招”，他让在场的观众改变姿势，并持续保持2分钟。艾米·库迪的研究表明，你只要采取“有权有势的姿势”（比如电视剧《神奇女侠》中那个女超人双手叉腰，两腿坚定地站在地面上；或者想想你办公室里的那个家伙，向后靠在椅背上，两手交叉放在头后，胳膊肘向外张开——你知道那个家伙是谁），就会让睾酮（显性激素）分泌增加20%。与此同时，皮质醇（最主要的压力荷尔蒙）分泌会减少25%。这种荷尔蒙水平的改变影响很大，会马上改变你直面恐惧、接受风险的意愿，而所有这些变化在你的身体姿势改变2分钟后就会出现。按照艾米·库迪的研究，在摆出有权有势姿势的人中，86%的人反馈更愿意尝试抓住机会，接受挑战。而另一组志愿者要求用更加被动的姿势站着或者坐着2分钟，双腿和双臂紧紧交叉，他们的睾酮分泌水平下降了10%，而压力荷尔蒙水平上升了15%。这一组志愿者的行为举止更加自信的比例要少得多，只有60%。记住，这些不仅是生理上的变化，而且是真正的生物化学上的变化。我传授这些方法已经有38年了，我的学生们都知道我教他们的方法真的很有效，现在也被科学实验证实了。这意味着什么？大体可以说，你激动了。你的步伐迈得更大了，你准备冒险了，你要接受必要的风险来重新打造自己的世界。只需要摆上2分钟的姿势，你就可以导致荷尔蒙分泌的变化。这种变化要么让你的大脑更加肯定、更加积极、更加自信、更加舒服，要么让大脑更加被动、更加顺从。我们的身体能够改变我们的大脑。

我的人生也曾低迷过，有段时间我体重超标，心情沮丧，住在加利福尼亚州威尼斯只有一个房间的小公寓里。我盯着空荡荡的房间，听着尼尔·戴蒙德的唱片。听起来很吓人，是吧？有个朋友，我们好久没见过面了，他顺道来看我。一进房间看到我这个样子，就问：“老兄，你出什么事了？”真是一语惊醒梦中人。当时我就下定决心，我要打破现状。

于是我穿上跑鞋，抓起我的索尼随身听（不错，大叔我年纪够大才会有这个老古董）。那个时候，我沉浸在音乐里：当时，一次只能听一张唱片，不像现在用iPod（苹果公司音乐播放器），有10000首歌曲供你随意选择。我找到传奇摇滚乐队Heart（心）的唱片，播放歌曲*Barracuda*（《梭鱼》），让节奏点燃我的激情。我开始奔跑，我下定决心，要跑得很猛很

快，像我过去的人生那样，不跑到吐血决不停步。若要说我下定决心要超越自己的限制，那就显得太低调、太保守了。

我敢肯定，那时我跑步的样子看起来一定非常滑稽，因为我体重超标38磅，一跑起来我的啤酒肚就被甩来甩去，活像个猪八戒。后来我累得连口气都喘不上来了，一下子瘫倒在沙滩上，手里抓着一本杂志，那是我随身带来的。就是在那种极端的信念、决心、兴奋、筋疲力尽交织在一起的状态下，我坐下来，写下了每一件我在生活中再也不会忍受下去的事情：我的身体状态，我的懒惰，我肤浅的亲密关系，我糟糕的财务状况。我决心要创造出人生新状态——在那个热烈期望、充满活力的状态，我非常肯定自己能够找到成功实现目标的道路。

有了足够强大的状态，你会发展出一个强大的故事。我的故事是："过去的生活在此时此地结束了，新的人生从此开始了。"我非常认真，我要竭尽全力地去做。我发现，你如果改变了你的状态和你的故事，就能找到或者创造出正确的策略，得到你全心全意想要得到的东西。正是用这种方式，你能创造出一个真正的突破——一个新的状态，一个新的故事，一个得到证实的有效的策略。

过了30天，我减掉了30磅。过了6个多星期，我一共减掉了38磅。我非常狂热地努力实现我的承诺。那一天我设立了新的标准，我是什么人，我会容忍什么。从那天到现在，已经过去30多年了，这个标准一直没有被降低过（我的体重也从来没有再回到那时的水平）。

我从年收入低于3.8万美元到现在年收入超过100万美元，只用了一年多的时间。收入水平能提高这么多，我当时做梦也想不到。更重要的是我的情绪和心理状态恢复到了正常的水平——这两种力量能够真正改变某些人的人生轨迹。决心、信念、勇气开始成为指引我奋力向前的动力。

伟大的策略就近在咫尺，但你视而不见，直到你让自己进入一个合适的状态：强大有力、下定决心、自立自强。这个状态将会自动孕育出信念和故事：你能实现愿望，你必须实现愿望，你会实现愿望，而且你会全身心地投入去实现愿望。有了这样的状态和故事，你不仅能够找到有效的策略，还能拥有你值得拥有的回报。你是不是看得非常投入？只要你现在过的生活有任何一个方面远远低于你值得拥有的生活，那么现在是时间去改变这些要素中的一个或者多个了。

记住，我们能得到的东西，就是我们能容忍的东西。所以，再也不要容忍你自己给自己找的那些借口，限制自己的信念，得过且过和恐惧害怕的状态。运用你的身体，以此为工具，让你快速进入一个只有纯粹的意愿、决心和承诺的地方。直面挑战，你内心坚定的核心信念是：问题只是通往梦

想道路上的减速带。从那个地方开始，你只要采取大规模的行动，按照一个有效的和经过证实的策略采取行动，就会重新改写你的故事。

现在是时候了，我再也不要成为大多数人中的一员，而要成为极少数人中的一员。成为极少数人中的一员，一步一步地提高，一步一步地进步，拥有属于自己的真正能力，不仅在投资理财上，而且在你人生中的每一个方面。大多数人一开始有很大的抱负，但是后来却勉强地接受远远低于自己真正能力的生活和生活方式。他们让失望摧毁了自己。失望是不可避免的，只要你想努力做一件大事。但是你不能投降，要让你的失望来驱动你寻找新的答案，要用纪律约束你的失望。从每一次失败中学习，按照自己从失败中学习到的经验教训去改善自己的行动。你只要这样持续做下去，成功就会是必然的。

因此，下一次当你又编出一个理由解释为什么你不能做成某件事时，而你心里知道你的精神是没有限制的，你就要直接对自己说这些理由都是胡说八道的。改变你的状态，改变你关注的焦点，重新回到真相，调整你的路子，追逐你真正想要的目标。

好了，深呼吸，或者大叫，起来，运动。把这九大投资营销谎言，这些过去的限制，全部清除。然后，我们就可以迈出下一步，也就是7步通向财务自由之路的第三步。我们要让这个游戏变成我们可以赢的游戏，其办法是想出一些具体的财富数字——这些财富数字反映出你真正想要实现的财务梦想究竟有多大。接下来，我们可以创造出一个投资理财规划，不断地改进和完善这个规划，找到办法加速实施这个投资理财规划，从而让你能够更早地实现你的财富梦想——比你能想象到的还要早。

# 第三部分 梦想的代价，让游戏能赢

## 第15章 梦想的价码是多少？让游戏能赢

人人都有梦想，但人和人的梦想不大一样。

——T. E. 劳伦斯

我举办投资理财研讨会，开场总是用下面这个问题：“你梦想的价码是多少？”接着我会邀请参会的人站起来，告诉我，需要多少钱，才能让他们实现财务安全、财务独立、财务自由。大多数人都一头雾水，根本不知道如何回答。有人支支吾吾，有人扭来扭去，之后可能会有几个人举起手来。我主讲过几百次研讨会，有来自各行各业的成千上万的人，我听到过各种各样的财富目标数字。你能想象到的数字，我都听说过。

现在我来问你，你自己想想看，你需要多少钱才可以实现财务安全、财务独立，甚至财务自由？不需要精确的数字，甚至不需要合乎逻辑。100万美元？500万美元？5000万美元？现在只用1秒钟，只用你的直觉，写下你感觉到的数字，就写在本书的书页边上，写在手机上，或者随便找片纸，只要写下来就行。最重要的是写下来这个动作，写下来就相当于定下来了，你会感觉这个数字特别真实。

你写好了吗？很快你就会明白，为什么写下来这一步是非常重要的第一个行动。

现在，我的经验告诉我，你如果像大多数人一样，你就会感觉自己写的那个数字对于自己来说有点太大了，是不是？好，接着读下去，因为我们将会做一些非常轻松的练习来帮助你征服这个数字。我敢打赌，这会让你发现，你能让这个数字看起来很小，比你想象到的还要小得多。事实上，你将学会不仅只有一个“魔术数字”，因为你会有五个不同水平的财务梦想，让你实现自由。不管你是刚刚开始工作还是准备退休，不管你的财务收支非常稳固还是摇摇欲坠，我敢保证，这五大梦想中至少有两个都在你的能力范围之内，都是你能够实现的。怎么实现？你首先要了解你真正的需要是什么。

最近，我的高端课程上有个年轻人，他坐在房间后面，站了起来，大声说出了他的梦想的价码。他抬头挺胸地高声说道：“10亿美元。”

人群中响起了一片“噢”“啊”的惊叹声。这个人有20多岁，在参加这次会议的人里面，他算是很年轻的，他可能还没有挣到他人生的第一个100万美元。于是我就让他考虑下，这个数字的真正意义。

我们在第4章中讲过，人们做的每一件事的背后都有一个理由。简单提示一下，人们有六个基本的人类需要：确定性，不确定性/变化，重要性，联系/爱，成长，奉献。为什么这个年轻人想要得到10亿美元？他想要满足的是六大基本需要中的哪一个需要？你可以在生活中得到确定性，需要的钱远远少于10亿美元！你可以得到足够的变化性，用100万美元就行，甚至再少很多也行，对不对？联系和爱呢？这事很难。就算这个小伙子得到了10亿美元，那么肯定会有很多人想要进入他的生活，就像买彩票中了大奖一样，你发现一下子冒出来几十个亲戚和“朋友”，可是自己以前根本不认识他们。有了这么多钱，这个小伙子肯定可以得到联系，但是这并不是他想要的和他需要的。成长和奉献呢？从他的言行举止来看，我觉得他报出了10亿美元这个数字的时候，成长和奉献并没有排在他的需要清单的首位。

你个人认为哪一个需要对这个小伙子的驱动力最强？很明显是重要性。正如他所说的，有了10亿美元，人们就会非常尊重他。他这个10亿富豪对于人们来说很重要，这也许是真的。但问题是他就算有了10亿美元，也是不够的，因为你追求的是重要性，你总会把自己和别人比较。人外有人，天外有天，总会有人比你更高、更强、更快、更富、更有趣、更年轻、更帅、更美，总会有人比你的游艇更大、车子更酷、住宅更豪华。所以重要性本身没有错，但如果你把它当作第一大需要，你就很难得到完全的满足。

但是我并没有教育这个小伙子，我决定展示给他看，让他明白要感觉到自己很重要，只用远远少于10亿美元的钱就可以做到——大幅降低目标，会让他的日子过得更容易。公开说自己需要10亿美元，让他感觉自己在追逐很大的目标。但问题是，把这么巨大的目标装进脑袋，而你的直觉和你的本能并不相信这个目标真能实现，你的大脑就会排斥这个目标。你就会像为了一个谎言而活着。你做过这样的事情吗？编织出一个巨大的目标，脑袋里蹦出一个声音说道：“你开什么玩笑！”真相是你永远不能实现你的目标，直到你让这个目标深深地沉入你的潜意识——潜意识是你大脑中最强大的那个部分，是它让你的心脏每天跳动10万次，而你根本想都不用想心跳这回事儿。

当开着车的时候，你一下子走神儿了，陷入了某种思绪，突然一下子醒悟过来，才意识到自己走神儿了。你是否有过这样的体验？“我的天哪，前面这5分钟是谁在开车啊？！”感谢神力无边的人生保护神——你的大脑潜意识。

要了解这种过程是如何进行的，可以看下面的这张图。想象你的大脑被分成了上半区和下半区，上半区是有意识思考，下半区是无意识思考，即潜意识。

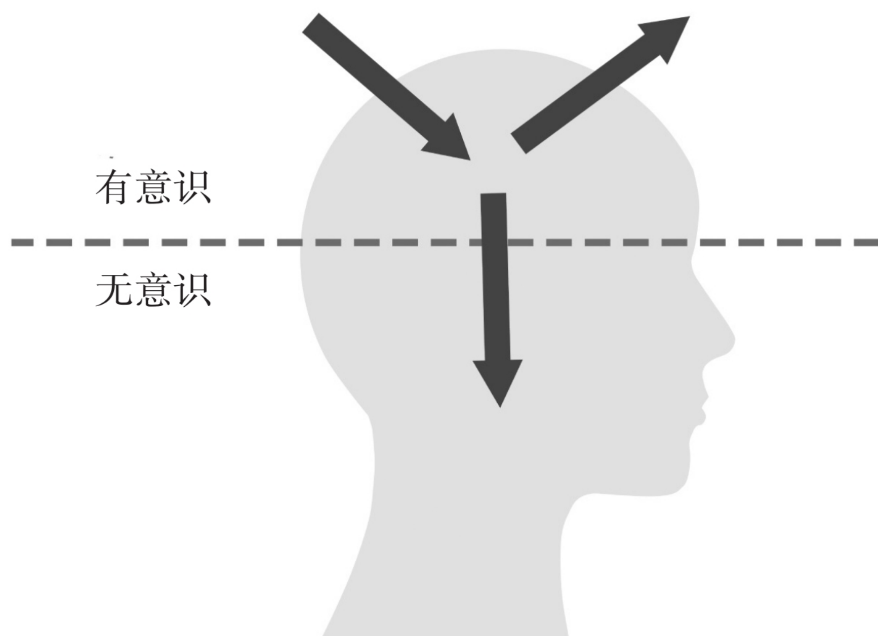



图15–1

各种各样的想法不停地想要进入你的大脑，比如，“我想赚1000万美元”“我想40岁实现财务自由”。但是你的大脑上半区，就是有意识的大脑部分会说：“去你的！这种事情根本就不可能发生！”有意识的部分很快拒绝了这样的想法进入意识，把它反弹回去了，就像一个网球一样，从哪里来再回到哪里去。但是如果你下定决心，有着非常确定的感觉“我要做成这件事”，接下来，你就开始构建一个计划，某件神奇的事情就发生了。你开始逐步形成确定性：你真的能够实现这个愿望。有了新找到的自信，你会突然看见，其实有个办法可以做成这件事。你会找到一个榜样，这个人已经实现了你在追逐的目标，你只要跟着他的成功方法一步一步地做就行了。你会开展大量的行动。这个目标深深地沉入你的潜意识中。这样你的潜意识就开始工作了，它让你的梦想变成现实。这个时候就是奇迹发生

的时候。

现在我怀疑，你是不是还认为你需要10亿美元来实现你的财务梦想。但是我愿意打个赌，你选择的能让你感到财务安全和财务独立的那个财富数字，肯定会大得吓人。几乎每个人说出的那个财富数字，都远远大于他们实际所需要的财富数字。因为他们并没有花时间计算，用一种和他现在完全不同的生活方式来生活，到底需要花多少钱。也正是因为这个原因，很多人从来没有开始朝这个目标努力行动。他们只是口头上说说而已，大脑想到这么大的财富目标自然会很激动，跟别人一说自己有个这么大的梦想，听起来也很有面子，但他们从来没有开始付诸行动，为实现这个目标努力奋斗。因为从内心来讲，他们根本没有把握自己肯定能够做到这一点。而这种确定性是人类的第一大需要，会影响我们的行为和行动。事实正是如此。如果你没能采取行动来改变你的财务状况，一部分原因是你不能确定什么是对的，什么是错的，不能确定哪条路会成功，哪条路会失败。你感觉整个人完全不知所措，因为整套做法太复杂了，没有人愿意花时间来教你，让你看得清清楚楚。由于存在不确定性，我们一般会干脆什么也不做，或者起码会一拖再拖。本来今天需要做的事，我们会拖到明天再说。

为了帮助我那些未来的亿万富翁朋友，确认他们梦想的真正价码，让他们可以把这个数字固定到他的潜意识里，然后梦想成真，我问了他们一些问题。我很快就会问你同样的问题，来指导你走好你的财富自由之路。

我先问这位年轻的朋友，当有了10亿美元的财富后，你的生活会是什么样子的。他想了一会儿才说：“我要拥有自己的湾流私人飞机（世界上最快、最豪华的公务飞机）。”

“你自己的私人飞机！”我说，“你要飞到哪里？”

他说：“哦，我住在纽约，或许我想飞到巴哈马。我也可能飞到洛杉矶，去参加一些会议。”

我让他写下来他一年大概会飞多少次。他估计一年最多飞12次，那么一架私人飞机要花掉他多少钱？我们查了一下，一个飞行距离最长的湾流G650机型会花费他6500万美元，要是买一个二手湾流IV机型，可以让他节省1000万美元。这些费用并不包括燃油费、维护保养费、机组人员的工资费用。接下来，我们又查了一下，自己不拥有，而是租用一架私人飞机的成本：一个中型的私人飞机，足够满足他自己加上三个家庭成员的飞行需要了，租金大约是每小时2500美元。这个小伙子也许每年要飞行100个小时，总共每年的租金支出需要25万美元；即使每小时的租金为5000美元，他每年的租金成本合计也只需要50万美元——远远低于很多私人飞机

的年度保养费用。即使是如此豪华的湾流私人飞机，其每年的租金成本也低于购买成本的1%。尽管我站在舞台上，和那个小伙子隔得很远，我也能看到他的双眼放光，很明显他的脑子在快速运转。

“你有10亿美元，除了私人飞机，你还想买什么？”我问他。

“一座私人小岛。”

这事巧了，正好我也有经验。因为我在斐济这个小国拥有一座人间天堂般的小岛。我在很年轻时，就有一个狂野的梦想，想要找到一个世外桃源，有一天，我带着我的家人和朋友可以到那里生活。我20多岁的时候，游遍了全世界的海岛，想要找到我的香格里拉。后来我来到了斐济，我找到了。这个小岛不但有魔幻般的美景，而且有美丽的灵魂，可是那个时候我的钱不够多，不能买下整个小岛，但是我在这个小岛上买了一个小型背包客度假胜地，面积有125英亩[1]。其实我当时没有多少钱，那时这也不是最好的投资。但是那是我“梦想水桶”的一部分，我在后面会给你详细讲述什么是梦想水桶。尽管如此，我还是办成了这件事。我可以骄傲地说，这些年来，我购买了它周围的更多土地，把这个度假胜地转变成一个生态保护区，它有500英亩的陆地，有接近3英里[2]的海岸线。我已经把马雷度假胜地和温泉浴场变成了最近十年斐济排名第一的度假胜地，而且持续位列南太平洋地区的十大度假胜地之一。但是我经常到这个天堂小岛去吗？由于我的日程被安排得繁忙到简直让人疯狂，一年能去那里4～6个星期就不错了，但是我的梦想成真了：每个到那里的朋友都过得非常开心。

我告诉这位年轻的朋友：“如果你想享受你自己的私人小岛，你也许应该进入酒店行业。相信我，你最多只会一年在那里待上几个星期而已。”我们查了一下成本发现，在巴哈马买一座岛屿只需要10万美元左右——之后他需要花费3000万～4000万美元建成一个小型的度假胜地。或者他可以租用我的朋友理查德·布兰森的内克尔岛度假胜地，租一个星期。他就算把所有的朋友和家人都请过来，费用也不会超过35万美元，而且他会有一个50人的团队来照顾你所有的客人。如果这个小伙子每年都来玩一个星期，持续十年，总共也只需要花费350万美元，和自己购买小岛并建成度假胜地所要花费的3000万～4000万美元的成本相比，它只占1/10，而且他根本不需要考虑维护保养这些设施。

我们分析了一遍他的梦想清单，估算了一下他接下来的人生如果按照这种生活方式度过的话，他实现梦想需要花费多少钱。你猜猜看。不仅是他的基本需要，还有他最狂野的梦想，实现他所有的人生梦想的实际成本不是10亿美元，不是5亿美元，也不是1亿美元，甚至不是5000万美元，而只需要1000万美元。只需要1000万美元，他就可以实现他的所有梦想，并按照他梦想的生活方式生活，而且根本不用去工作赚钱来维持这种生活方

式——要知道他的梦想可是大得令人吃惊的。我们算出来的实际梦想总成本是1000万美元，和他想象的10亿美元的梦想总成本简直天差地别。这两个数字完全代表两个不同的宇宙。

问题和挑战是当我们碰到了一个真正非常大的数字时，人们的头脑好像无法弄清楚这个数字真正意味着什么。100万、10亿、1万亿，三者之间是千倍的差距，差别非常大。尽管奥巴马总统嘴里说起“百万”和“十亿”两个词所用的语气一样，好像它们有些相关性——其实根本不相关。我来证明给你看。我先来给你做一个小测试。我希望你先想一想，再试猜一下答案。这个练习能帮你正确认识，百万、十亿、万亿三个单位之间的差距究竟有多大。现在，美国政府官员好像一张嘴就是“万亿”，“万亿”成了新的“十亿”，他们现在说“万亿”的次数跟过去说“十亿”的次数一样多。

我的第一个问题是：100万秒前是多久之前？花一点时间想想看，尽管你可能并不知道答案——现在你猜猜看。

答案是12天之前！你的猜测跟答案差多少？不要感觉糟糕，大多数人都猜不对。如果你猜对了，祝贺你。现在我们要提高难度了，因为你现在对“100万”有点感觉了（100万秒相当于过了12天）。10亿秒之前相当于多久之前？跟着我，一起来猜。答案是32年前。你的猜测接近这个答案吗？对于大多数人来说，他们的猜测都跟答案差得很远。“100万”跟“10亿”之间的差别就是这么大：12天与32年。现在你明白了，为什么我说“100万”和“10亿”分别属于“不同的宇宙”了吧。你绝对不能用同样的语气说“100万”和“10亿”，说得好像它们是同样的数量一样。

接下来继续想一想：你听说美国政府的债务有17万亿美元的时候，是什么样的感受？请问1万亿是多少？好了，我来提示你一下，10亿秒相当于32年，那么1万亿秒相当于多长时间？答案是，近32000年（准确地说是31689年）！我的天哪，那时人类甚至还没有进化成人呢！这个练习的目的是让你意识到，我们的大脑经常弄不清楚大的数字究竟有多大，要是你能认真地看清事实真相，你会发现自己原来以为得到梦想中的非常奢华的生活方式需要很多钱，其实真正需要花的钱比想象的要少得多。




图15–2

现在回到我们那位未来想成为10亿美元富豪的小伙子。不过，请不要误解我的意思，1000万美元仍然是一个巨大的数字，但是现在这位年轻的企业家通过未来的努力，还是有可能赚到1000万美元的。谁知道？也许他最终也会赚到10亿美元——如果他发明了下一个Instagram的话。但是如果他没有赚到10亿美元呢？他仍然会过上他想要的豪华奢侈的生活，尽管他只赚到了1000万美元，比他认为自己过这种生活需要的10亿美元的财富目标少了99%。他并不需要成为10亿富豪，也能享受到与10亿富豪一样奢华的生活品质。

我愿意跟你打赌，一旦你搞清楚了你的梦想的实际价码，那么你会发现，和你想象的实现自己梦想的生活方式所需要的财富水平相比，实际需要花的钱要少得多！你要记住终极真理：生活重要的不是钱，而是心情。真正的目标是拥有你想要的生活方式，而不是你想要的东西。你死了，你的这些东西都要被别人拿走。这些东西不会永远是你的，你生不带来，死不带去。我可不傻。尽管我非常珍爱和享受“我的”那个斐济小岛上的度假胜地，我心里很清楚，我只不过是个看管者而已。将来有一天会有另外一个人拥有这个产业。但是我非常高兴，我把这个地方培育成了一个旅游胜地，全世界的人都来这里游玩，体验到了快乐、浪漫、奇遇。这是我留给后人的一个遗产——拥有这样的成就，才是给予我快乐的原因。占有并不是目的，金钱本身并不是目的。我们个人的价值高低，并不能以银行账户

里钱的多少来衡量，而应用我们灵魂的贵贱来衡量。赚钱的过程，钱能带我们去的地方，钱给我们带来的时间、自由、机会，这些才是我们真正应该追求的东西。

你都能得到，只是不能一下子都得到。

——奥普拉·温弗瑞

现在花些时间想想看，你用自己的钱真正想买的东西是什么。并不是每个人都希望自己过的生活像地产大亨特朗普[3]或世界拳王梅威瑟一样！你的梦想是环游世界，探索古城，到坦桑尼亚的塞伦盖蒂大草原上给狮子拍照吗？你的梦想是拥有一套巴哈马的海边度假别墅，还是在纽约拥有一套顶层豪宅？你的梦想是创办自己的企业，编写下一个Snapchat（“阅后即焚”照片分享应用），还是为人类做出非凡的贡献，成为下一个“上善若水”公益机构？你的梦想是不是很简单，攒的钱能送孩子上大学，还能剩下来足够的钱在郊区买个别墅，有个大花园可以种花、种草、种菜？或者你的梦想只是想得到内心的安宁——你知道你永远摆脱了债务和担忧呢？不管你的梦想是什么，我都会给你指出一条实现梦想的道路。即使你可能不能走完全程到达顶峰，你也可以实现那些对你来说最重要的梦想，一路上不断地庆祝自己实现了一个又一个梦想。因为钱是一个情绪的游戏，我们会提出一些数字，让你一看就信心十足。你马上会说：“我肯定能行！我敢向自己保证我能做到！”

像所有的旅程一样，开始上路之前，你需要弄清楚自己现在在哪里。我们一起来做几个简单的计算。如果你从来没有花时间想清楚实现自己的财务目标需要多少钱，没关系，你并不孤独。情况常常是，很多赚到百万美元的人还没有制订出一个计划，以保持现在的生活方式，让自己不用为此而靠工作赚钱，至少有一段时间可以不用工作。正如我们前面所说过的，超过一半的美国人从来没有试着算一算，自己需要攒多少钱才能安享退休生活，其中包括美国46%的投资理财规划师！为什么我们会不知道自己的基本财务情况？我听过上百个国家成千上万人的回答，我发现，第一大原因是心里害怕，不敢知道。

这就好像很多人不愿意踏上称重器一样。你知道自己的体重超标，但是你就是不想知道自己有多重。其实这既是一种拒绝承认现实的表现，也是一种拖延着不去改变自己的办法。摔跤选手和职业拳击手每天都会踩上称重器，这样如果体重超标，他们自己会马上知道，以便采取行动及时减重。你不测量体重，就不能管理体重。你不做身体检查，就不能管理身体健康。同样的道理，你不检查你的财务状况，就不能管理你的财务。你只有知道要实现你的财务梦想需要多少钱，才能有机会实现你的财务梦想。我是来帮助你的，让你脱离愚昧。大部分人一谈到自己有多少钱、需要多少

钱，就像鸵鸟把头埋进沙子里一样不管不顾。只用1分钟，我们来做一些简单、快速的数字计算，以便弄清楚你现在的财富处于什么水平，以及你需要达到什么样的水平。

不过，我们先来看看这五大财务梦想：财务安全、财务活力、财务独立、财务自由、绝对财务自由。这五大财务梦想，你听起来是不是感觉好像一回事？你大声地说出来，它们是不是分别带给你不同的感觉？试试看。哪个使你感觉更高一级？安全还是活力，活力还是独立，独立还是自由，自由还是绝对自由？这五个财务梦想逐级加大，是不是？实现不同财务梦想的财富数字也会不同。

在这五个梦想里，你也许发现自己只是致力于实现其中一两个梦想。对于有些人来说，财务安全这一个梦想就能改变人生，给他们巨大的自由。因此，设计这个练习的时候，我把这五个梦想分成5步，一路走下来，通往绝对财务自由。或者换个比喻，你还记得本书前面提到的那座山吗？你就像登山一样，从山底的大本营一路攀登到顶峰。记住，并不是我们每个人都需要爬完全程到达珠穆朗玛峰峰顶。对于有些人来说，能实现财务活力的梦想就是享大福了，要是能够实现财务独立就像到天堂了！并不是这五个梦想对于每个人来说都是“必须的”。

我请你好好读读这五个梦想，从中选出三个对你最重要的梦想，我称之为“三生万物”。你会拥有三个目标：短期目标、中期目标、长期目标。这样设置目标是因为，我们不能在失败的基础上打造成功，我们只能在成功的基础上不断地打造梦想。你如果只是为了长期的一个大数字而努力，可能会感觉太远，甚至会觉得数字大得让人害怕，结果你可能从来不会真正开启这段旅程。我们需要一个目标，既足够近，让我们觉得肯定能够达到那里，又在相对比较近的未来，这会让你采取行动，把一个短期目标变成现实。记住一路上要不断地宣扬你的胜利。为什么要在你实现财务独立了之后，才去庆祝？为什么不在每个阶段都获胜，然后一个阶段接一个阶段地庆祝？这样做可以持续鼓励你，刺激你，给你前进的动力。

需要多大的能量计划，就需要多大的能量盼望。

——埃莉诺·罗斯福

## 第一个梦想：财务安全

安全意味着什么？不是我来告诉你，而是要你自己想，所以我们换个方式。我来问你：“如果下面五样东西的开支都付清了，你的余生再不用靠工作而赚钱，你会感觉有多了不起呢？”

1.你房子的抵押贷款还清了。这辈子你再也不用靠工作来赚钱还房贷了。

2.你未来的公用事业费全部付清了。你再也不用靠工作赚钱交水费、电费和电话费了。

3.你家里人未来所需的所有食物的费用全部付清了。

4.你未来的基本交通费用全部付清了。

5.你未来的基本保险费全部付清了。

我打赌，你的生活品质将会让你感到非常满意，是不是？你感觉非常安全，因为你知道所有这些东西的费用都有保障了。

现在还有一些好消息：记住你前面写下来的那个数字——你觉得能让自己实现财务安全和财务自由的财富数字。可能你并不像我前面说的那个小伙子那么极端，认为需要赚到10亿美元才够花，这个数字也太大了，但是你想的那个财富数字自己还是感觉相当大的，对不对？没关系，我敢打赌，在你真正搞清楚这个数字后，它会让你非常吃惊，财务安全的梦想可能比你想象的要近得多。如果你是极少数过分低估财务梦想所需要的财富数字的人，你需要做个现实情况核查，让自己知道实现你的财务梦想所需要花的钱的精确数字是多少。

你如果还没有下载我们的免费App，现在赶紧下载，或者用下面的工作表，写下你这五个开支项目每个月花的钱。其实很简单：第一项，你现在的房地产抵押贷款的月供。（你如果现在还很年轻，还没有自己的房子，那就写下来你每个月的房租。你可以估计一下或者到网上查一下，可能不是买一套你理想的房子，而是先买一套实用的房子就行。）你大概每个月要还多少房贷，你如果有过去的历史账单记录，就很容易了，查一下就行。第二项，你每个月的公用事业账单和电话费。第三项，你每个月花在吃饭上的钱。……就这样一项一项地来，你如果手头找不到花销的数据，大概估计一个就行——你随时可以修改，但是你不能失去干这件事的冲劲。我们就是要实实在在地算出来一个合理的数字。查查你的银行账户或者上网查一查，找到需要写下来的这五项开支的数字。保持你现在的这种冲劲，不要让它凉下来。我来给你一个样板。

## 美国人均每年消费支出



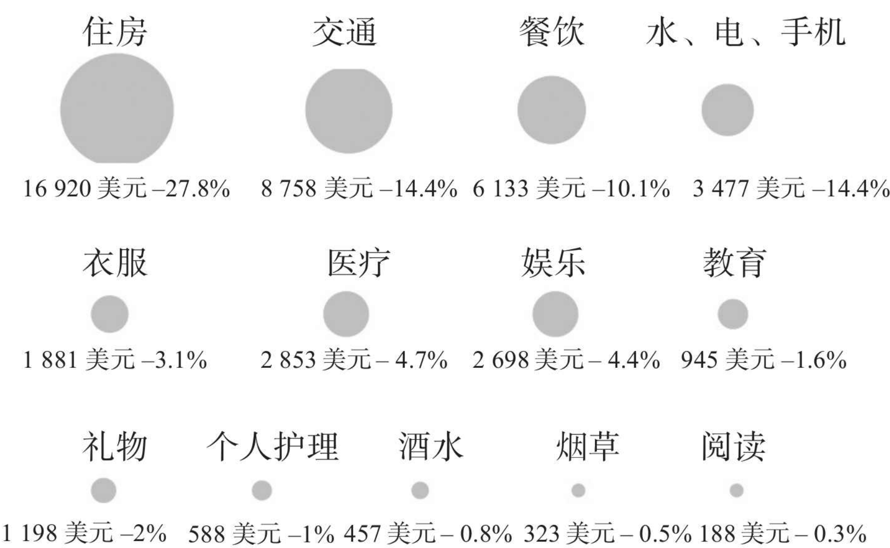




图15–3

你还记得我的朋友安吉拉吗？我在第一章给你讲过她。她48岁，单身。她想弄清楚，她要达到财务安全，究竟需要多少钱。她一开始猜需要300万美元。这个数字正确吗？是不是差不多？我让她做了一遍这个练习，写下她每个月的上述五项基本开支。结果表明，她的数字几乎和美国全国平均水平一模一样，你一看下面的列表就能看出来。

1.房租或者房贷：每月___美元（安吉拉平均：1060美元）

2.食物，日用品：每月___美元（安吉拉平均：511美元）

3.水费、电费、天然气费、电话费：每月___美元（安吉拉平均：289美元）

4.交通：每月___美元（安吉拉平均：729美元）

5.保险：每月___美元（安吉拉平均：300美元）

6.合计：每月___美元（安吉拉平均：2889美元）

7.美国人均年度基本开支：每年___美元（平均为34688美元）

她把表格填完了，我让她把这五项基本开支加到一起，由此得到每月的基本开支，再乘以12，这就是她覆盖五项基本开支所需要的年收入水平——不用工作就有这么多收入。这就是财务安全，你可以看到她的每年基本开支是3.4万美元，和美国平均水平基本相当。

现在，安吉拉怎么做才能每年不用工作就能拿到3.4万美元的收入？记住，她要打造一个赚钱机器，她的工资收入有10%会自动储蓄起来。她把这些钱转入了罗斯401（k）账户，这些钱会被投资到收费很低的指数基金上，预期年收益率为6%。（这是约翰·博格估计的未来10年的市场平均收益率，不过最近20年美国股市的平均年收益率是9.2%。）我们用财富计算器来算算她需要积累多少钱，就能实现财务安全。你在下一章也会学习使用这个计算器。结果她发现，她原来以为要有300万美元才能实现的财务安全，其实她只需要积累64万美元的财富自由基金，按照每年6%的股市平均收益率，她的余生每年就可以得到3.4万美元的投资收益，足以支付她每年的5项基本开支了——她实际需要的资金不到她原来设想的1/4。

一开始他感到非常震惊，她问我，用难以置信的语气："只要我攒这么多钱就够了吗？我还得去工作，对不对？"我告诉她，当然她可以去工作，但是她再也不用靠工作来赚钱支付这五项基本开支了！顺便说一下，这五项基本开支，平均而言，占了大多数人总开支的2/3。安吉拉现在不用工作，就足以支付这五项开支的2/3。不过，我们大多数人都想做一些有意

义的事情。不工作了，我们心里会觉得有些慌乱。但我们都不想被迫工作！安吉拉可以用一部分时间来工作，赚些钱以支付其余1/3的开支，或者做个全职工作，多赚些钱，来实现其他的梦想。我问她现在的感觉——从房子到交通，五项基本开支都有着落了，这辈子再也不用拿工作来支付这5项基本开支了，一辈子的基本生活无忧了。“太棒了！”她说，“这是一个可以实现的目标，我可以清楚地知道如何能让梦想成真。”我说：“你肯定能！”她的眼睛炯炯有神，我看到她说话很有信心的样子，因为她心里很有把握，她有充分的理由行动起来。

我提醒她：“顺便说一下，这并不是你的最终目标。这也许只是你的短期目标。”对于一些人来说，他们想要得到的就是财务安全，比如有些人在后半生，遭遇了2008年金融危机，遭受了重大打击，财富大幅缩水，这时他一心只想得到财务安全。对于那些中年人和青年人来说，你的成就肯定会超越财务安全这样的终身收入目标——只要你知道了你实现财务梦想所需要的目标财富数字，而且你会按照本书所讲的通向财务自由之路的7个步骤一步一步地坚定地走下去。

顺便说一下，要是你心里正在嘀咕，自己需要多久才能积累起足够多的实现财务安全的财富，不管你的目标数字是多少，听了安吉拉的故事，你自己再一算，肯定会信心大增。你并不是非得做这种计算，我们会在下一章替你做这个计算。我们会为你创建三个计划：保守计划、稳健计划、激进计划。你要决定，对于你来说，哪个计划最容易实施和完成。

还记得那个野心勃勃地想成为10亿富豪的小伙子吧？他获得财务安全需要的年收入只要79万美元。这个小伙子周围的人纷纷大叫，只是五项基本开支一年就要花79万美元，太奢侈了！你自己实现财务安全的梦想，需要的年收入数字可能更高，也可能更低。现在你需要知道的就是一个数字——你要达到财务安全需要的年收入。如果你还没有算好，用你的手机下载我们的App算一下，或者现在就在书上用下面的表格算一下。

1.房租或者房贷：每月____美元

2.食物和日用品：每月____美元

3.水费、电费、天然气费、电话费：每月____美元

4.交通：每月____美元

5.保险：每月____美元

6.每月基本开支合计：每月____美元

7.每年基本开支合计：每月基本开支____美元×12＝每年____美元

顺便说一下，我们还不能直奔下一个目标，因为有件事还没有讲，这只是一个简单的要求，而不是一个梦想。这件事，几乎每个人都能做到，而且用相当短的时间就能做到，有些人早已经做到了，那就是意外/保护基金。根据普林斯顿大学和芝加哥大学2014年的联合研究，40%的美国人承认自己在急用钱的时候连2000美元都凑不出来。我的天！这太可怕了！为什么我们需要手上有一笔现金以备急用？如果突发意外事件，你的收入流中断了，这对你的生活会有什么重大影响？几乎每个人在生活中都会遇到这种事。造成你收入突然中断的意外事件，可能是健康问题，可能是你的企业出了问题，也可能是丢了工作。所以，你需要一些钱来支撑自己3～12个月的生活。对于大多数人来说，重新找到工作，3个月的时间太短了，12个月的时间又显得太长了。所以比较好的办法是，一开始先存上一笔钱，够你花上几个月的，然后再逐渐增加，逐步达到这笔应急基金能够使你的生活撑上6～12个月。即使出现意外事件，你没有工资收入了，你存的这笔应急基金完全可以给你一年的休养生息时间。你是不是会感觉好很多？不管出什么事，你的这笔应急基金都能让你有房子住，有饭吃，有钱付水费、电费、天然气费和电话账单。

再说一次，这个目标并非让你得到一份持续一生的年收入。你一旦攒够了，就可以停止了。这个目标就是攒一笔救急的资金来保护你，直到你积攒出来一笔规模足够大的养老金，足够你余生每年照顾自己生活的开支，再也不用为了生活去工作、去赚钱。不管发生什么事，你都有一份稳定又充足的收入。

那么你需要多少钱才够？答案很简单，你已经知道你每个月的开支是多少了。写下这个数字，记住它。我的朋友安吉拉，拿出每个月工资收入的10%储蓄起来，用来打造她的赚钱机器。她开始仔细地查看自己的花钱模式，想改变一下省出更多的钱来做投资。你还记得吧？她认识到，买辆新车要比她开辆旧车还要省钱。她也找到了方法，把自己的收入多存了8%，来打造一个应急/保护基金。安吉拉实现了这个小目标，现在晚上她睡得踏实多了！快快行动起来，因为设立一笔应急基金至关重要。（我可以向你保证，在你读了第17章和第18章后，你肯定能有更多、更好的主意来做好这件事。）这笔应急基金要么都是现金放在家里，要么放在一个安全的地方，比如存入银行，而且必须是有美国联邦存款保险公司保险的银行账户。

现在让我们迈向第二个层次的梦想。你已经实现财务安全梦想了，让我们来看看财务活力。

## 第二大梦想：财务活力

我说的活力是什么意思？这个目标好像是一个公路上的里程标志，旨在通向财务独立和财务自由的道路。现在，你还没有走完全程，但是走到这一步，你已经获得财务安全了。你还有些多余的钱，可以花到能让你享受生活的东西上，而不用依靠工作来赚这些钱。

你每个月花在衣服上的钱有多少？100美元？500美元？1000美元？每个月花在娱乐上的钱有多少（包括有线电视费、电影票钱、音乐会门票钱）？每个月出去吃晚饭花的钱有多少？你在吃饭和娱乐上每个月要花掉你200美元还是2000美元？是不是有的时候还会放纵或者奢侈一下，比如买张健身卡，做个按摩、美甲，办张高尔夫会员卡？这样又要每个月花掉你50美元、500美元、1000美元。不管你享受的是什么，要是这些费用有一半已经有保证了，而且你根本不用为此去工作赚钱，你会有什么样的感觉？这正是你达到财务活力这个梦想阶段时，会发生的事。听起来是不是值得庆祝一番？

如何计算实现你的财务活力梦想所需要的年收入呢？很简单，请看下表：

1.你现在每个月服装费的一半：每月_______美元

2.你现在每个月吃饭和娱乐费用的一半：每月_______美元

3.你现在每个月放纵一把和奢侈一把的费用的一半：每月_______美元

4.每个月增加活力需要的额外收入的一半：每月_______美元

5.你已经知道了每个月要保持财务安全需要的收入，加在一起：每月_______美元

6.为了保持财务活力所必需的每月收入总额：每月_______美元

7.乘以12，就是你要保持财务活力所需要得到的年收入水平：每月___美元×12＝每年_______美元

另外，你只需要把这些数字输入手机，应用程序就会帮你搞定所有这些计算。

## 第三个梦想：财务独立

开香槟庆祝吧，因为你已经达到了财务独立，你不必工作也会有收入，而

且这些收入足以维持你现在的生活方式！你的储蓄得到的利息和你的投资（就是你追求财务自由的基金）得到的收益，给你提供了一份你需要的收入。即使你在睡觉，这份收入也会源源不断地流进来。现在你真正实现财务独立了。独立的意思是，你在财务上摆脱了对工作赚钱的依赖。这感觉非常神奇吧？这会给你和你的家人带来内心的安宁和平静。

财务独立意味着现在钱是你的奴隶——你再也不是钱的奴隶了。钱为你工作，你再也不用为钱工作了。你如果不喜欢你的工作，可以告诉老板“我不干了，再见”。你也可以继续工作，脸上洋溢着笑容，心里哼着歌曲。你知道自己之所以工作，是因为你愿意工作，而不是你不得不工作。

现在，让我们来算算你需要多少钱才能保持你现在的生活方式，这个数字可能很容易算出来，因为不幸的是，大多数人花的钱跟他们挣的一样多，或者有时候花的比他们挣的还要多！如果你每年能赚10万美元，而且你每年要花10万美元（包括纳税），你才能保持你的生活方式，你实现财务独立就需要年收入达到10万美元；如果你花的比挣的少，祝贺你！不幸的是，你属于例外，一般人可不是这样的。所以你要维持现在的生活方式，每年只要花8万美元，而你每年的收入是10万美元，那么8万美元就是你要达到财务独立所需要的年收入。

你财务独立所需要的年收入的数字是多少？

打开你的手机App，或者就在这里写下这个数字：____美元。

记住，明确就是力量。你的脑子知道了一个真实可靠的数据，你的意识就会找到一个办法实现这个目标。现在你知道了，你要达到财务安全、财务活力、财务独立所需要的收入数字。要是你的梦想变得更大了，会发生什么？

敢于实现你自己做过的那些梦。

——拉尔夫·瓦尔多·爱默生

我来给你讲讲罗恩和米歇尔的故事。我是在一次研讨会上认识这对夫妻的，我每年都要在我在斐济的那个度假胜地举办研讨会。他们俩都是30多岁，生了两个小孩。两个人事业也相当成功，拥有一家小企业，就在科罗拉多。罗恩非常擅长经营企业，但是他们俩都没花多少精力打理他们家庭的财务。（这也是为什么他们会到斐济参加我举办的企业经营大师活动，他们想让自己的企业每年增长30%~130%。）他们的会计师每个月会为他们各制作一份个人财务报告，但是他们从来都不愿意花工夫看上一眼！所以毫不奇怪，他们在展望自己想要的生活时，遇到大麻烦了——原来他

们想要的是一个奉献的生活。

我问罗恩，他要在财务上实现他梦想的生活，他需要有多少钱。这就像我问那个想成为10亿富豪的小伙子一样。罗恩给出的数字是2000万美元。我想证明给他看，即使用比2000万美元少得多的钱，我照样可以让他和他的家庭拥有非凡的生活品质。所以，我一步一步地引导这对夫妻计算他们每个月实际上所要花的钱（别忘了，记住罗恩和米歇尔两个人是老板，他们的家庭收入要明显高于美国平均水平）。

第一步，我们先从财务安全开始，他告诉我他的五项基本开支的数据如下：

住房抵押贷款：6000美元/月

水费、电费、天然气费和电话费：1500美元/月

交通费：1200美元/月

食物费：2000美元/月

保险费：750美元/月

合计：11450×12＝137400美元/年

这样一算，他们达到财务安全所需要的年收入是137400美元。这样的收入完全在他们的能力范围之内。顺便说一下，如果罗恩想知道自己需要积累多少退休金或者自由基金，大多数投资理财规划师会告诉他，只要把他的年收入数据乘以10或者15就行了。但是现在，那些既安全又稳健的投资收益率很低，用10～15年的年收入来推算目标养老金，并不符合现实。记住，在你攀登财务自由山峰的路上（积累财富阶段），你需要把你的投资放在激进的组合里，这可能会给你带来每年7%～10%的收益率。但在下山的阶段（处理财富阶段），你会希望你的投资被放在一个安全的且不太波动的组合里，自然而然地，你获得的收益率要低一些。所以用一个更加保守的收益率假设，比如5%，是比较明智的。把你的年收入乘以10，就是假定年收益率是10%；把你的年收入乘以20，就是假定年收益率为20%。

罗恩发现，实现财务安全的梦想完全是在自己能力范围之内的：20×137400美元＝2748000美元，这个数字不到300万美元，远远少于他原来预计的2000万美元。

要实现财务独立，他们算了一下，需要每年收入达到35万美元，才能保持他们现有水平的生活，因为他们还有第二套房子，还有好多孩子的玩具。

米歇尔很喜欢买路易威登品牌的东西。所以保守估计，他们需要700万美元（35万美元乘以20）才能达到临界点，其产生的年收入才足以让他们维持那种生活方式，并且不用再靠工作赚钱。罗恩非常吃惊，他发现这个数字几乎比他预计所需要的2000万美元低了2/3！因此他达到财务独立目标的速度要比他想象的快得多，因为其实只需要700万美元，比他原来估计的2000万美元少了1300万美元！

## 第四大梦想：财务自由

你一旦实现了财务自由，就再也不需要为了钱而去工作了，是不是从此你的生活也自由了，想怎么生活就怎么生活了？财务自由意味着你是独立的，你现在拥有的所有东西能继续拥有，你想要拥有的两三件奢侈品也可以得到，你不需要靠工作赚钱来得到这些东西。要达到财务自由，你需要问问自己："我需要达到什么样的年收入水平，才能够过上我想要而且我值得拥有的生活方式？"你想要用钱去做什么？自由自在的旅行，换一套更大的房子，再买一套度假别墅吗？也许你一直想要一条船或者一辆豪华汽车？也许你想捐钱给你们的社区或者教堂？

现在让我们再回到罗恩和米歇尔的案例上，他们已经过上了他们想要的生活，每年要花35万美元。于是，我问什么东西会让他们觉得自己财务自由了？是更大的房子吗？是在阿斯彭有套公寓吗？是有一条游艇吗？

你猜猜罗恩的回答是什么。他说，要是他能够每年捐赠10万美元给他们的教堂，再花点儿钱买一艘小钓鱼船，然后在斯特姆斯普林斯（美国科罗拉多州西北部城镇）为他的家人买一座滑雪度假公寓，他就感觉自己财务自由了。

这个回答真是让我目瞪口呆。我很感动，他的目标是慈善捐赠，我简直等不及要帮他们找到一个方法来让这个梦想成真了。我先指出，罗恩一年收入50万美元，而一年只花35万美元，他每年能余下15万美元，足够从中拿出10万美元捐赠给教堂了，当然如果他真正愿意的话。但是如果他和米歇尔能够做出这种捐赠，却根本不用靠工作赚钱做捐赠，那种感觉该有多棒？只用投资收益就足够了。

买船，买滑雪公寓的费用，加上他想捐赠给教堂的钱，所有费用都加到一起，要实现财务自由，他们必须在实现财务独立的收入水平上每年再增加16.5万美元的年收入。换句话说，他们需要每年赚51.5万美元乘以20，或者说他们需要把1030万美元放到他们打造的赚钱机器里。但是请记住这个数字代表着比现在过得更好的生活方式！1030万美元，确实是一大笔钱，但是这和他原来估计的，只是实现财务独立就需要的财富数字相比，也只有一半而已。

罗恩和米歇尔想要的梦想世界离他们如此近，他们却一直不知道。但是你一旦算出了你的梦想价码，就能找到办法，达到梦想目标比你想象的速度更快，比你原来想象的费用更少。

对于你来说，要实现财务自由，需要积累多少财富？

需要在你的总数上加上哪些项目？一辆运动轿车吗？第二套房子吗？一大笔捐赠，就像罗恩和米歇尔那样吗？不管它们是什么，都写下来，然后把所有这些项目的花费加在一起，再加入你实现财务独立所需要的财富。这就是你实现财务自由的价码。这个数字要是看起来太夸张了，没关系，耐心等待。你在接下来的章节里会学到如何征服这个看似高不可攀的数字。

下面是罗恩计算自己的财务自由收入数据的过程：

1.每个月给教堂的捐赠：8333美元/月

2.20英尺[4]巴斯钓鱼船要花费5万美元，按照5%的利率融资，每个月需要的费用：530美元/月

3.家庭滑雪公寓抵押贷款费用：4880美元/月

4.实现财务独立所必需的月收入：29167美元/月

5.实现财务自由所必需的月收入总额：42910美元/月

6.现在把这个数字乘以12，你就可以算出为了实现财务自由所必需的年收入水平：42910美元/月×12＝514920美元/年

你自己的数字是多少？

1.奢侈品1：___美元/月

2.奢侈品2：___美元/月

3.每月捐赠：___美元/月

4.实现财务独立所必需的月收入（不管你算出来的年收入是多少，除以12就行）：___美元/月

5.实现财务自由所必需的月收入合计：___美元/月

6.把上面的月收入乘12，你就可以算出来你实现财务自由所必需的年收入：___美元/月




图15–4

## 第五大梦想：绝对财务自由

绝对财务自由是什么样的？是不是说你可以想做什么就做什么，什么时候想做就能什么时候做？如果你和你的家庭再也不用特别想得到什么东西了，那会是什么样的感觉？你想得到的都得到了，如果你能够不求回报地给予别人，完全按照自己想要的方式生活，而不是别人想要的方式，而且根本不用你再去靠工作来赚钱维持，你睡觉也照样能赚钱，这些钱就是你的投资收益，它会为你提供没有限制的生活方式。也许，你愿意给你的父母买一套房子，他们梦想有自己的房子好多年了；也许，你想设立一个慈善基金来为那些饥饿的人提供食物，或者帮助清理海洋。大胆设想，你实现绝对财务自由梦想之后能干什么。

我让罗恩和米歇尔告诉我，他俩能够想到的最大的梦想是什么。绝对财务自由对于他们来说是什么样子？米歇尔告诉我，她最大的梦想是买一个农场，把它变成一个教堂的营地。这要花多少钱？罗恩估计，买下农场要花200万美元，还要再投入100万美元进行维修，我又被他俩深深地打动了。

我可以看到在梳理这些数字的时候，他们发自内心的激动。

如果借钱购买这个牧场，他们每年需要大概12万美元还本付息（300万美元，每年要付4%的利息）。这完全在他们的能力范围之内！

他们还有别的梦想吗？罗恩喜欢冒险和旅行，拥有私人飞机是他的终极梦想。于是，我引导他做了一个练习，这个练习我也让那个想成为10亿美元富豪的小伙子做过，我让他相信租一架飞机可以给他带来同样的便利和满足，和他自己拥有和保养一架私人飞机的巨额费用相比，租金是相当低的。你明白我的意思了吗？你并不需要拥有私人飞机，也能享受到像自己拥有私人飞机那样的生活方式。你并不是非得买一支球队才能坐在包厢里看球，你并不需要花钱买下整支球队来成为一个球队的所有人——你可以成为股东之一，同样能享受所有的特权。我的朋友魔术师约翰逊就是这么做的，他和收购了洛杉矶道奇队的彼得·古伯，还有其他几个古根海姆棒球管理公司的合伙人参加了一个财团。他们花了21.5亿美元得到了球队和球场。我可以向你保证，魔术师约翰逊并没有投入21.5亿美元，但是他得到的快乐、骄傲、激动、影响力、乐趣，和他一个人全部拥有所有股权是一样的。

这种想法创造出你想要的生活品质，让你和你所爱的人享受到想要的幸福生活。大多数人只是做梦，而有些人能活出梦想的生活。为什么人和人之间的差别这么大？因为大多数人只是做梦，却从来没有算清楚他们梦想的价码是多少。他们想象出来的数字简直太大了，连自己都不敢相信，难怪他们从未开始走上实现梦想的旅程。没有一个梦想是你不能实现的，只要你全力投入，足够有创意，愿意找出一种方式，给别人的生活增加更多的价值，你就比其他任何人增加的价值都多。

现在，你也能看出来对于大多数人来说，绝对财务自由这个类型的梦想主要是为了乐趣。在我举办的研讨会上，我只给少数人做这个练习，这些人确实有非常大的梦想，而且知道这些梦想的价码。我明白，大多数人从来不会获得绝对的财务自由，去梦想，去释放你的欲望，这能产生力量，有时这种能量非常强大，可能会激发你去实现梦想，让你想去赚更多的钱，帮助你去更快地达到你的目标。但是还有另外一个原因，你也许根本不用工作就能获得财务安全，然后再利用部分时间做一些你喜欢做的事情，你可以实现更高一层的梦想——财务独立。或者你已经获得财务独立了，然后通过投资收益和部分时间工作，用这部分多出来的收入，你可以实现更高一层的梦想，体验到财务自由的奢侈享受。

所以大胆地梦想你实现绝对自由之后想做的事情吧！写下你的终极梦想清单。你永远不会知道，如果你的愿望真的完全被释放了，你能创造出什么。

下面我们来看看罗恩计算出的自己实现绝对财务自由所需要的收入：

1.买一个牧场作为教堂营地所需要的费用为300万美元，贷款利率是4%：每个月还款1万美元

2.比奇公司的一架私人飞机，购买它需要30万美元，贷款利率是5%：每个月需要支付3181美元

3.实现财务自由需要的月收入水平是：每月42910美元

4.实现绝对财务自由的月收入水平是：每月56091美元

5.现在把上面的月收入乘以12，你就会得到实现绝对财务自由的年收入水平：每年673092美元

购买一艘20英尺长的钓鱼船，每年给教堂捐款10万美元，购买一个滑雪度假公寓、一架私人飞机、把农场改造成一个教堂的营地，再加上他们维持现有的生活方式，而且不用去工作，达成以上所有项目，罗恩和米歇尔每年收入需要达到673092美元。把它乘以20，他们需要达到的财富规模是1350万美元。他们原来设想只是获得财务安全和财务独立就需要2000万美元，与此相比，这个数字要少1/3。

你的数字是多少呢？

1.奢侈品1：___美元/月

2.奢侈品2：___美元/月

3.奢侈品3：___美元/月

4.实现财务自由所必需的月收入：___美元/月

5.实现绝对财务自由所必需的月收入总额：___美元/月

6.把上面的月收入乘12，你就可以算出来你的绝对财务自由所必需的年收入：___美元/月

只有一件事能够让梦想不可能实现：害怕失败。

——保罗·科埃略

你写下来的所有这些数字，你自己看起来感觉怎么样呢？我希望你已经看到了你的财务梦想的价码，它比你原来想象的要小很多。你现在已经选出来三个梦想作为目标去努力追求，其中至少包括一个短期目标和一个长期

目标。这些梦想中哪一个是你“三生万物”的梦想？对于那些想要达到更高层次梦想的人来说，“三生万物”梦想是财务安全、财务独立、财务自由。你如果还没有做好，选择三个，把它们写下来。

如果你是一个婴儿潮时代出生的人，经历2008年的金融危机后，日子过得很艰难，这五个梦想里哪一个对于你来说是绝对必须要实现的？财务安全，是吗？这里有个好消息：你也许并没有用很多时间把你的储蓄和投资积累到一个关键的规模，但是你绝对可以拥有财务安全，我会展示给你看。也许你永远不会达到财务独立，但如果你把财务独立当成“必须的”，你就能达到了。如果你人生刚刚起步，还很年轻，那么你的路还长着呢。你可以实现财务自由，甚至是绝对财务自由，对这么大的梦想心里也没有什么压力。但关键是，要决定什么对于你来说是最重要的，知道你要实现这个财务梦想所需要的收入数字是多少。为什么？因为再过一会儿，我们就要进入本书的下一章，你就能计算出来，你还需要多少年才能实现这些梦想，年数计算基于一个合理的平均年收益率水平，以及你现在每年能够积累多少钱。然后我们会制订一个规划去达到这个目标。养兵千日，用兵一时。决战的时候到了。我会引导着你一步一步地走下去，每件事都设计好，完全可以自动操作。至关重要的是你要一直保持不断前进。

我希望你能感觉内心充满力量，激动兴奋，因为你正在通向财务自由的大道上。

我希望你知道，你是你的人生的创造者，而不仅是管理者。有时我们忘了，我们过去的人生已经创造出了多少。我不用问你是谁，我就知道你人生现在的样子就是你过去的梦想，或者是过去的目标，甚至可能是过去看起来好像根本不可能达到的状态。它可能是你想要得到的一份工作，或者是你想要得到的一个更高层次的位置，或者是你做梦都想要的一辆车，或者是你非常想去看的一个地方。也许，那个地方后来你不但看了，而且现在还住在了那个梦想的地方。也许某个人，你以前觉得自己绝对高攀不上，连一起出去都不可能，但现在你们结婚了。如果是这样的话，赶紧过去，给他一个吻。别忘了，这种亲密关系过去看起来根本不可能，但你创造出来了，你把梦想变成了现实。

今天，你生活中的什么东西曾经是你过去的梦想？过去你有过什么渴望，当时看起来非常难以实现，甚至觉得根本不可能实现，但是现在成了你生活的一小部分？你如果想记起来，你是你的生活的创造者，而不仅是你现在生活环境的管理者，首先你必须重新联系上你过去有意识地创造出来的那些事情。花些时间，记下来三四件这样的事情。你要注意，你列出来的清单并不需要都是你的伟大成就，有的时候反而是一些小事看起来很难，或者根本不可能实现，但等你做到了，实现了，它们能给我们提供重要的经验教训，指导我们如何实现和完成更大的目标。现在你的生活中也许有

时会有某些东西，曾经看起来非常困难或者不可能实现，但现在你都拥有了。不过，现在你对这些东西都司空见惯了，觉得是理所当然、自己应该拥有的。熟悉定律说：如果我们一直待在任何一个东西（或任何一个人）周围，时间一长，我们就会觉得这些东西、这些人是理所当然的。所以重新唤醒自己，欣赏自己过去把梦想变成现实的成就，一个一个地记下来，它们就是你的历史成就清单。

第二，如果你需要重新评估一下，你采取了哪些步骤，把你的梦想变成了现实。现在就花些时间来做，从你实现的梦想里选出一个。当初，你的第一个行动是什么？把这些行动步骤一一记下来。

毫不夸张地说，我问过成千上万的人，他们是如何把某些曾经看起来不可能的事变成自己生活里的一部分的？他们是如何从梦想中创造出现实的？这个过程我们都要经历，一般分成三步。

第一步，释放你的饥渴和欲望，唤醒像激光一般的专注力。有些事情发生在你的内在：你受到某种事情的激发，让你如此兴奋激动，以至你的渴望完全被释放出来了——你变得对这件事疯狂地着迷，你专注在你渴望的目标上，像激光一般专注！你的想象力被点燃了。或者你撞到了天花板，达到了临界点，或者触动你内心的某个地方，确认你再也不满足于过着这样的生活了。你做出决定，再也不要回到过去了。你开始极其强烈地专注于追求新生活，或者你渴望得到新东西，这可能是换个工作，离婚了，改变了生活方式。你释放出你对目标的渴望——你的焦点换到哪里，能量就会流到哪里。

你是不是有过这种体验？你买了一套很贵的衣服，突然之间你发现很多人穿这套衣服，或者你买了一辆汽车，突然你看到很多人开这款汽车呢？这种事是怎么发生的？因为你大脑的一部分潜意识，被称为网状激活系统，知道这事现在是重要的了，于是它开始注意到所有和这件事相关的东西。这款车、这款礼服其实一直在你身边，而且经常出现，只是你一直没有注意到，但是你现在开始注意到了，因为你的潜意识让你意识到了这些东西，而你以前只是看，却没有看见。

这也是你读本书时会体验到的，你开始注意到公募基金的收费，开始注意到资产配置这个听起来很专业的词。你开始听到一些你以前从来没有听说过的东西：高频交易、基金定投……它们对于你来说开始活跃起来，到处都是。因为你的大脑现在知道，这些东西是很重要的。重要的东西、受到关注的东西，能量就会流向它们。当你拥有了这种饥渴、渴望、专注后，第二步就开始启动了。

第二步，采取大量的而且有效的行动。如果你的渴望真正被释放出来了，

你非常痴迷地专注于你想得到的，你就会受到召唤去做任何需要做的事情，来让你的梦想成真。你拥有的能量和灵活性是没有限制的，你会想尽一切办法追求你想要得到的东西。在你的心中，你知道大量的行动是包治百病的万能灵药。如果愿意付诸行动和努力，你就能够到达目的地。你以前这样做到过，对吧？也许，曾经有一段时间，你必须去看你心爱的女孩，于是你借了辆车，通宵开车，穿越暴风雪，去她读的大学见她。也许你动用了所有的关系，搞得天翻地覆，就是想把你的孩子送进最好的学校，以满足孩子的需要。如果是“必须的”，而不只是“应该的”，你肯定会找到方法做成的。

但是在这里我要给你一个警告，在所有这些努力的背后，你需要做出有效的行动，对不对？你可以付出你所有的努力来为你的未来做储蓄。但是，把你所有的钱投到一个私立的账户里面，那里都是收费很高、业绩糟糕的公募基金，那么你根本不会赚到多少钱，你的退休生活肯定不好。或者你可以用所有的钱投资一家公司，然后眼看股票一天暴跌了40%。所以尽管你愿意做你需要做的任何事，但是你还是必须小心谨慎地执行计划，因为你必须努力、有效地执行，才能够创造出魔法般的神奇效果。本书就是你的地图、你的财务蓝图。通过持续采取大量有效的行动，你可以不断地修正自己的路径，当它不再有效的时候，你采用或尝试一些新的路径，就会不断地前进，接近你的梦想，但是最后一个因素扮演着非常重要的角色，它决定了你的梦想能否成真。

第三步，恩惠！有些人称之为运气、巧合、命运、上帝之手。我称之为恩惠：承认在这个世界上有很多事超出了我们的控制。也许有更高层次的力量，既给了我们独一无二的生命特权，也给了我们洞察和指引的天赋，我们对此敞开心扉，就可以得到它们。当你决定了前两步如何走，上帝或者宇宙或者恩惠，不管你如何称呼，都会介入，支持你做的事情，这是多么令人震惊啊。首先你把你自己该做的那一部分事情做好，剩下所有的好事都会涌向你。我们都有过那种意外交上好运的经历。有些事情发生了，根本没法解释，所以我们称之为巧合。我们错过了一辆火车，结果碰到了一个人，后来我们结婚了。我们替朋友临时上几天班，结果这让我们找到了梦寐以求的工作。我们事先不知道会有这样的好事，也并没有凭本事努力争取——这种好事就自动发生了。对于我来说，这就是恩惠。你知道的越多，越感恩发生在你生命中的恩惠，你体验到的那份恩赐就越多，这些远远不是你自己的力量能够创造出来的。我的生命中已经发生很多次这样的好事了，我知道上天的恩惠是真实存在的。我也知道你内心那份感谢上天让自己能交上好运的心情。感恩的时候，心里就没有愤怒了；感恩的时候，心里就没有恐惧了。

那么，你准备好了吗，成为一个你自己生活的创造者，而不仅是你周围环

境的管理者？你知道你做投资的真正目的吗？一份终身的收入！你的梦想成为你这个人的一部分，成了“必须的”，你大脑的潜意识日夜专注，你非把这事完成不可，你有这么疯狂和着迷吗？你是不是愿意做所需要做的事，让梦想成真？那么，翻开下一页，去做很多人没能做成的事。

现在是时候去做一个规划了……

---

[1]1英亩≈0.004平方千米。——编者注

[2]1英里≈1.61千米。——编者注

[3]唐纳德·特朗普，2016年当选美国第45任总统。——编者注

[4]1英尺＝0.3048米。——编者注

# 第16章 你的计划是什么？

如果你不知道要去哪里，那么你走哪一条路也无法抵达。

——亨利·基辛格

祝贺，你走了很长一段路了！经历了通向财务自由的三大步。你已经做了你一生中最重要的财务决策。你已经成为一个投资者，承诺保持或者不断扩大你的收入自动储蓄比例，把这些钱自动地转到你的自由基金里。你已经开始建造让你自由的赚钱机器。你已经学会了如何保护自己，不受那些最大的投资营销谎言的欺骗，这些谎言早就想把你和你的钱分开了。最后一步是，你已经给你的梦想标出了价码。你知道需要多少年收入才能实现财务自由和财务独立。现在我们将会利用你学到的复利的力量，把这些金钱威力法则付诸实施。我们会一起努力给你和你的家庭创建一个规划，这是绝对可以实现的，而且在你的能力范围之内，不管你们的目标是什么层次的财务梦想——安全、活力、独立，这个计划都适用。

在我们开始之前，还有另外一件事需要做，即使你像大多数人一样痛恨谈论金钱。不过，没关系，没有其他人能看见这些数字，除非你决定给他们看，与他们分享。最重要的是你对自己要诚实。在这里就不要为了面子粉饰数字了，不要歪曲事实了，不要戴着玫瑰色透镜来看你的“数字”了。同样的原因，也不要强迫自己制订非常保守的计划，因为你觉得计划制订得高了，自己不可能实现。自己对自己要实话实说，承诺一定要实实在在地看清现实，自己现在的财务状况究竟是什么样子。只有实事求是，实话实说，才能让这个投资理财规划真正地起作用。

## 你只能靠自己的双手来奋斗

我有一个好朋友，最近和他从小玩到大的小伙伴相聚，以庆祝他们的50岁生日，聚会地点就在棕榈滩上我们住的房子旁边。他们一起上的幼儿园，住在一条街上，上同一所高中，都住在纽约长岛上的莱维特社区。他们的父亲或是上班族，或是自己开公司的老板，他们的母亲都是家庭主妇，他们的家庭收入都差不多。这些一辈子的好朋友，最打动我的是每个人后来的发展情况。在他们的青少年岁月中，他们彼此的发展是同步的，但是离开家乡上大学之后，这些年轻人开始分别向不同的方向发展，差别很大：

一个人去了华尔街发展，在一家大型金融机构工作。

一个人成了摄影师，在曼哈顿开了一家照相馆。

一个人在亚特兰大中部地区搞房地产开发。

一个人开了一家公司，进口高档葡萄酒和精酿啤酒。

一个人接受培训，成了工程师，在佛罗里达州南部做公务员。

当他们重新聚会的时候，他们互相讨论、交换意见。虽然收入和财富有相当大的差距，但他们都过得很开心——尽管开心的形式不同。他们个人的需要得到了满足。他们的希望和梦想很多也得到了满足。

我让这个朋友读了本书的初稿，他这次聚会时跟他的好哥们儿分享了我在书里讲的一些投资理财观念。那是他们喝了几瓶啤酒之后，谈话的主题就转到了钱上，他们开始问彼此一些问题，这些问题跟你在前一章回答的问题一模一样：你需要积攒多少钱才能达到财务安全？或者需要多少钱才够支撑你的退休生活？那个在华尔街工作的人，觉得至少需要积攒2000万美元，才能保持现在的生活方式，而不用再靠工作赚钱；那个曼哈顿的摄影师认为，自己需要有1000万美元才够；那个房地产开发商觉得，有500万美元就可以搞定了，主要是因为现在他的孩子就要大学毕业了，少了很大一笔学费开支；那个卖葡萄酒的商人再婚了，尽管又要再生一个小孩，但他觉得能够攒到200万美元的退休养老金就够用了；那个公务员，一直想方设法地靠着他微薄的工资生活，习惯量入为出，未来就指望着靠那份稳定的养老金来度过余生了，他认为只要他开始领公务员养老金，再加上领取社会保险养老金，他就可以衣食无忧地享受退休生活了。

这些人哪一个更接近于自己的目标？对于需要积攒多少钱才够退休养老，谁估计的数字比较准确？谁有正确的投资理财规划来帮助自己顺利地达到目的？当然，这个问题隐藏着陷阱。因为答案并不是由金钱来决定的。你要赢得“人生的比赛”，并不能只靠积累最多的金钱，或者积累最多的财富。人生的竞赛也不能靠抓住机会快速领先，轻松到达终点来获胜。

那么你怎样才能赢？你要赢，只能按照你自己的想法来生活——做到你能做到的最好的样子，做到你能做到的那么圆满，做到你能做到的那么长久。

你制订一个计划，它符合你的需要，对你有效，你一直坚持执行，这就是成功，简单又朴实。如果你正在和别人攀比，和别人竞争，但你用别人的观点来界定成功，这样做的话，你想要实现的是一个遥不可及的目标，那么你就会落后，就会很受挫。如果你正在追逐的是别人的目标，你就会输。其实，你的邻居和同事有多少钱，开的是什么样的车，如何度假，这些都不重要。这个计划只针对你自己，只有你自己，跟其他所有人都无关。

你停止比赛的那一天，就是你赢得比赛的那一天。

——鲍勃·马利

## 有时领先优势只是错觉

你看过奥运会上的田径比赛吗？你很容易看到，在赛道上，发令枪打响之前，那些选手在不同的跑道上，起跑位置明显有先有后，外道的选手起跑位置比里道的选手明显靠前，可是结果表明，这并没有给他们带来巨大的优势。事实上，我们用脑子一想就知道，所有的选手跑的距离是相等的，但是我们肉眼看起来好像差别很大，眼睛欺骗了大脑。所谓的起跑位置领先，其实是一种交错安排，因为在椭圆形赛道上，这样交错安排起跑位置，才能使每个选手跑的距离相等。在400米比赛中，相邻两个选手的起跑位置要相隔6米，才能做到奔跑距离都是相同的400米。

当然，每个人都知道，实际上，你不管是在外道的起跑位置，还是在内道的起跑位置，其实你都没有任何优势。你跑的距离都是一样长的。但是表面上的起跑优势可能会给你带来一个很大的心理优势。那个跑在外道的人会觉得自己有领先优势吗？这会不会提高他的自信心，或者带走他一小部分的动力？那个起跑位置“靠后”的人会觉得大家都不看好自己，这会不会反而刺激他跑得更快，以做补偿？

我们回到那5位聚会的朋友，从旁观的角度进行分析，你也许会觉得，那个公务员看起来起跑的位置最靠后，那个华尔街的金融企业高管的起跑位置最靠前，他可能会大幅领先，直达终点，但这只是感觉，而不是现实。没有人领先，也没有人落后。

这里没有人排在第一的位置，也没有人排在最后的位置，生活不是一场竞赛，人们经常用钱或者得到的东西多少来衡量他们现在所处的位置：谁有更好的房子，更酷的车；谁在度假胜地汉普顿斯有度假屋。但是真相是，我们并不能预测我们会活多长时间，或者我们年老后的身体健康状况。真相是我们从哪里开始并不重要，重要的是我们如何结束。看起来，好像这5个人都在向着正确的方向前进——每个人都是按照自己的想法、自己的时间安排前行，这是他们对自己的生活感到快乐满意的原因之一。用一点纪律，加一点远见，他们现在都在努力赢得比赛，他们开始时是同时起跑的，他们是同时上幼儿园的。

同样的事情也会发生在你身上。不管你站在哪里，和你的朋友、家人、同事、客户相比，起跑位置靠前还是靠后，这都不重要，重要的是你自己的人生旅程怎么走。你忍不住会和别人比，这是人之常情。人生的赛跑是一场马拉松，不是百米短跑。你唯一要做的事就是专注于前面要跑的路，向

前看，找到自己的跑步节奏，一直向前跑。制订出一个规划。

你应该努力超越的唯一一个人就是昨天的你。

——无名氏

## 你的规划

你知道了，你唯一的竞争对手就是你自己，现在是时候做个规划，画出你投资理财的蓝图。好消息是，所有你需要做的事就是打开手机App，回答6个问题。用这个理财计算器，只用几秒钟，你就能制定出自己投资理财规划的1.0版本。

这6个问题包括两个方面：你现在在哪里，你要如何努力前行。你回答这些问题需要的几个数据，看看你平时的账单就能找到，有的一拍脑袋就想起来了。你也许需要做一点点功课，但这些数字大多数都唾手可得——一时找不到也没关系，先大致估计个数字也行，最重要的是让自己先干起来，保持冲劲，不能停。

有了这些数据，这个App就能为你度身打造一个投资理财规划。当然，有些参数必须由你本人来决定，比如，你预期你的收入会增长多少，你决定要储蓄多大比例的收入，你预期自己的投资收益率会有多高。你可以估计得保守，也可以激进——你也可以有些地方做保守估计，有些地方做激进估计，有些地方介于二者之间。用这个App的最大好处是，你只要设定好这些基本变量就行了，余下的大量工作它会自动完成。你制订了一份白纸黑字、实实在在的投资理财规划，这就是你的未来财务发展蓝图，这样，以后你做事心里就有谱了。

## 选择你自己的冒险之路

你下载的App里，有个理财计算器。这个计算器我用了30多年了，我在工作室和研讨会上都会用它。这个App既简单又灵活，而且帮助几百万人创建了投资理财规划，很实用。这个规划基于一系列谨慎保守的假设，不过你完全可以修改这些假设，你想怎么改就怎么改。你可以设置得更加保守，也可以更加激进，这完全由你来决定。所以你输入数字时不用多想，只要适合你，符合你的生活方式，符合你现在的实际情况，符合你未来的梦想就行。如果App做出来的规划你不喜欢，没关系，你可以调整你输入的数字，选择另外一条不同的路径通向财务自由。在后面，我们一起努力，让你学会走出特别的几步，加速你的计划实施，确保你能够成功。你制订出的第一个投资理财规划，就好像是你咬的第一口苹果。接下来，我

们开始实施这个规划，并逐步改善，后面我会详细叙述……

在我们开始之前，有几件事你需要牢记在心。

其中较大的影响因素之一是我们的税率，人和人之间会有很大的不同。读本书的人来自全世界，与其把税率这个事情搞得非常复杂，不如搞得特别简单。不管你住在哪里，在后面的内容里，你都会学会如何运用这些工具，在你的国家得到最高的税收效率。不管在哪里，只要有可能，你就要运用有税收优惠的账户来积累你的财富。这样做，你的税后净收益率会更高。

你输入数据后，这个理财计算器会显示给你三种可能的情形，每个计划分别对应着不同的年收益率：4%、5.5%、7%。这三份计划分别是：一份保守的规划，一份适中的规划，一份激进的规划。这些收益率都是税后的净收益率。有些人也许会觉得这些数字太保守或者太激进了，你都可以调整成你喜欢的数字。

我们提出这三个数据有什么依据呢？在高的那一端，根据嘉信理财公司的标准，激进的收益率是10%。我们的App设定的激进的收益率是7%，为什么会有3%的差异？嘉信理财公司的研究表明，在过去40年里，即1972—2012年，美国股市的平均收益率是10%，但是我们的App计算器假定你要交纳约30%的税，那么这会让税后收益率只剩下7%。美国长期投资的税率只有20%，不是30%——所以说我们的App在税率设定上比较激进。而且请记住，如果你做投资用的是一个可以税收递延的工具，比如401（k）账户、个人退休金账户、年金，你可以递延纳税。所以如果你的投资有10%的收益率（就像嘉信理财公司所说的那样），你可以继续按照10%的收益率进行复利计算——在最终卖出变现之前不用扣税。我们用更低的收益率假设：4%、5.5%、7%，这样可以提供一个安全垫，为你做投资出现错误留出一些余地，或者预防未来收益率没有达到你所期望的那个激进水平。[1]

在低的那一端或者说保守的那一边，你看先锋公司，它用的是税后4%的收益率。但是我们的看法有些不同，大多数美国人用钱来做投资的话，都是通过401（k）账户、个人退休金账户或者罗斯401（k）账户进行的。哪个是最好的选择？我们推荐你用一个罗斯账户（或者你们国家对应的免税账户），除非你真的可以确定你的税率将来会变得更低（祝你好运）。全世界所有国家的政府，特别是美国政府，总会提前花掉它们手里没有拿到的钱，那它们怎么来还这笔钱？手段就是提高税收。所以尽管没有人可以确定未来的税率是高还是低，我敢打赌未来的税率肯定会提高。使用罗斯账户，你的投资收益就不用纳税，收益100%都是你的。比如，如果你得到了7%的收益率，你可以把7%的收益全部保留下来——你的投资增值

不用扣一分钱的税。如果你得到了10%的收益率，这10%的盈利你可以全部留下。

正是因为这个原因，我们要用这种方式打造一个投资理财计算器。这样能给我们灵活性，用税后（净）收益率来思考投资收益。你设计的投资理财规划要用你认为的对于你的目标来说最合理的指标。

我们设计这个投资理财计算器的目的是让你快速感觉到，不同的选择会有不同的影响，这导致你实现财务梦想所需要的时间长短不同，不管你的梦想是财务安全，财务活力，还是财务独立。你制订出来一个你喜欢的基本规划之后，还可以进一步完善，输入更加精确的数字。我在前面说过，堡垒投资理财公司有一个技术平台，可以链接你所有的投资账户。这个平台会马上反馈给你这些投资过去的实际收益率是多少（大多数人对此根本一无所知）。它还会显示出，哪些年份业绩表现最好，哪些年份业绩表现最差，哪些年份发生了亏损。这个平台还会显示出你实际支付的费用是多少。这样你会知道，这些费用对你未来积累财富的实际影响有多大。你先在App上制订出一个基本的投资理财规划，再登录网站，查找你过去的历史收益率，让你的规划更加精确。

当然，在这个App中，你的那些数据和你的规划完全安全，不会丢失，而且不管你人在哪里，用什么设备，都可以随时获取信息。任何时候，你都可以改变你的收益率设置，改变你愿意储蓄的比例，你很快就能看到这样改变设置的影响具体有多大。

想要加快速度，更早地实现你的财务目标，最强有力的方法之一是采用明天储蓄更多计划。这个计划帮助超过1000万名美国人实现了储蓄的快速增长，他们以前觉得这完全不可能做到。你还记得这个计划是如何运作的吗？在后面我们会详细叙述。你承诺，只要将来收入提高了，就会自动提高储蓄比例，进一步增加你的自由基金。

例如，你现在把收入的10%储蓄起来作为你的自由基金：你用这些钱做投资，但是你想找到一种方法来加速你计划的实施。承诺参加明天储蓄更多计划，下次你得到10%加薪的时候，其中的3%会转入你的自由基金，其余的7%可以用来改善现在的生活品质。未来10年，你这样做了3次，你就可以把收入的储蓄比例提高到近19%，比你现在的储蓄比例提高近1倍，而且这对于你来说没有任何损失，因为这些多储蓄的资金都来自你未来多增加的额外收入。这样做你的储蓄会大幅提高，你实现财务梦想的速度自然也会大幅加快。

想要利用好这个办法，只需要点击一下App上的明天储蓄更多的选项。最后说明一下，我排除了你的住房价值。冷静，不要高声叫喊抗议。是的，

我知道，对于大多数人来说，这是你一生最大的一笔投资，如果你想把房子价值加进来，完全可以，但是我之所以把房子排除在外，是想再给你一个保守的安全垫。为什么？因为你总是需要有个房子来住，我可不想让你输入这些数据创建出来的投资理财规划，在很大程度上依赖你房子的价值。10年之后，你也许卖掉了你的房子，得到了很大一笔投资收益，你也许还会待在你这个房子里，度过余生。或者你需要卖掉现在住的大房子，换个面积小的房子，以拿到一些钱来帮助你支付事先没有预料到的巨大开支。不管发生什么事情，你都能设计好你的计划，让你能够支付所有的生活开支，不管你的生活发生什么变化，都能让你有钱来应对。

为什么这套体系里要内置这么多安全垫？因为我希望这些数字对于你来说，都是真实可靠的，并不只是此时此刻真实可靠，而且是一直真实可靠的，不是虚高的数字——一旦真实世界出现意外，你就会让这些虚高的数字大幅回调。我希望，万一你的生活偏离正轨，这个规划能够缓和你受到的打击，但是我也希望你能够超越自己的预期。在大多数情况下，我希望你知道，非常清楚也非常确定，我们一起做的这些预测和计划完全在我们的能力范围之内，它是我们真正能够做到的。

准备好大干一番了吗？现在开始吧！

展望未来，前景光明，灿烂夺目。

——奥普拉·温弗瑞

## 请击鼓……

我知道你现在就想马上开始去做，点击确定，然后坐下来，等着应用程序告诉你，你的余生将会如何攒钱，如何赚钱。但是这并不是关键所在。下一步的真正价值是，展示给你可以选择什么：什么是真实的，什么是可能的，什么是值得你梦想和努力奋斗实现的。这个应用程序能让你尝试不同的结果，用不同的参数来设置，让你创造出一个不同的前景，或者产生一个不同的结果。近期，这个应用程序会给你一个可以追随的靠谱规划——这就是你未来的财务发展蓝图。

你可以把这个应用程序看作你的个人投资理财培训师。这个应用程序用的是你个人的“真实”数据——你的储蓄和你的收入，然后计算出来，按照一系列预测的情形，未来这些收入、这些储蓄会给你积累出多大一笔财富。现在还不需要考虑十分具体的投资策略，我们会在第四部分详细叙述。重要的是你要有一些概念，一旦这些钱开始为你赚钱了，它们会怎么增值，以及最后能够增值到多少。

记住，你要关注的焦点不是把你的钱投到哪里和如何投资。这个练习给你一个预测的机会——透过水晶球看看未来可能会是什么样子。如果你能实现6%的投资收益率，你的未来会是什么样子？如果是7%，甚至更高呢？再过10年，你能够积累到多少钱？再过20年呢？如果你能够想方设法找到办法，像中头彩一样交到好运，获得9%~10%的收益率，那么又会如何？记住，只使用一种资产配置方案的投资组合，你可以在第五部分学到，过去33年产生的年化收益率就可以接近10%，而且只有4年亏损（其中有1年的亏损只有0.03%）！一旦你开始教育自己去了解那些顶级投资者是如何操作的，你就会发现很多提高收益率的机会。

所以你使用这个应用程序制订投资理财规划时，可以不断地调整数字，就像做游戏一样，直到你找到一个财富目标数字，你觉得对你正好合适——你的信心程度正好合适，不够自信就没有勇气去追求梦想，太过自信，眼高手低也实现不了梦想。只用几分钟时间，你就会知道，按照你现在的收入水平和储蓄比例，利用复利的力量，不同的投资收益率会让你的储蓄最终积累的财富差别很大。

万事开头难。

——德芳侯爵夫人

恭喜你，制订出第一个投资理财规划。你对结果感觉怎么样？很激动，很担心，很受挫，还是很受鼓励呢？过去这些年来，我跟无数的人一起合作过，他们来自世界各地。我注意到，按照结果，大致可以把他们分成以下三类：

第一类，年轻，负债，正在考虑如何才能实现财务安全。他们发现，自己真的能够实现财务安全，这简直太好了！

第二类，他们本来以为还要奋斗上好几十年，才能实现财务安全，可是他们非常吃惊，坦白地说是震惊，发现自己距离财务安全只有一步之遥：最多再用五年、七年、十年，就能实现财务安全。事实上，有些人已经有能力实现财务安全了，只是自己根本不知道怎么操作而已。

第三类，他们理财起步太晚了，担心自己永远没办法弥补失去的时间，这辈子再也无法实现财务安全了。

我来跟你分享一些类似情况的真实案例。我指导过他们投资理财，向你展示过他们的计划是怎么实施完成的——他们怎样实现了财务梦想：财务安全，财务活力，甚至是财务独立，财务自由。




图16–1

## 都工作好几年了，还在还上大学时的学生贷款

我讲的第一个案例属于第一类人——他们年轻，欠了一大笔债。马尔科在大学毕业时，欠了一大笔学生贷款，现在他33岁了，成了一名工程师，每年能赚7.5万美元，已经相当不错了，但是他现在每年还要还2万美元的学生贷款。跟很多美国人一样，马尔科觉得他的债务在消耗他的生命——他觉得这笔学生贷款要还上一辈子了（可能真是这样，如果他选择最低还款金额，每次只还一小部分的话）。不过，马尔科预期他的薪水会持续增长，虽然比较慢，但是很稳定，预期每年增长3%~5%。我跟他一起制订了一个新的投资理财规划，把他收入的5%用于偿还他的学生贷款。而且马尔科承诺以后每次加薪，都从中拿出3%储蓄起来，放入他的自由基金。

这个新的投资理财规划给他带来什么结果呢？7年之后，他摆脱了所有债务，这感觉太棒了！除此之外，马尔科能够拿出收入的5%做储蓄了，因为他原来要用这笔钱归还学生贷款。既然贷款还清了，他可以把原来用来

还债的钱储蓄起来去投资，按照复利法则让他的自由基金不断增长。按照这个投资理财规划，马尔科再过20年就能实现财务安全了，20年听起来是一段很长的时间，但到那个时候他只有53岁。此后再过7年，也就是马尔科60岁的时候，他就能达到财务独立——比他想象的65岁退休还要早上整整5年，而且每年的退休收入比他梦想的还要多！有了这个投资理财规划后，马尔科从担心永远还不完学生贷款，转变成期待真正实现财务独立的未来幸福生活。更好的事还在后面，此后再过5年，当他65岁的时候，所有的投资增值，再加上开始领取社会保险，马尔科会实实在在地享受到他自己定义的财务自由——在制订新的投资理财规划之前，这样实现财务自由的前景对于他来说简直是想都不敢想的事情。别忘了，他制订出这个投资理财规划开始通向财务自由之旅的时候，他没有任何资产，没有任何积蓄，只有上大学欠下的债务。

## 这看起来太好了，简直不像真的……但可能是真的

接着我们来看第二类人。看了一眼他们的投资理财规划，他们马上会想，肯定哪个地方出错了。这个理财计算器肯定失灵了，他们看到自己实现财务活力或者财务独立的梦想的时间，觉得那一天来得实在太快了。“根本不可能，我实现这个财务目标简直太快了。”他们想，“我不可能这么快就实现财务独立，只要再过5年、7年、8年。这简直疯了！”在他们的脑子里，他们要实现财务独立，必须先要熬上20～30年，辛辛苦苦地工作，并且节衣缩食地生活。

哪里出现了问题呢？怎么可能这么快呢？

可能是因为他们脑子里实现财务梦想所需要的那个财富数字大得太离谱了——1000万美元，2000万美元，3000万美元。其实这根本不符合现实，只是他们凭空想出来的，他们以为自己需要很大一笔钱，才能实现财务独立，但实际并不是他们真的需要那么多钱。

凯瑟琳参加了我组织的一场财富大师研讨会，她就是一个很好的例子。凯瑟琳是一个精明能干的企业家，每年需要有10万美元的收入，才能实现财务安全——按照很多人的收入水平来看，这个目标数字太大了，但是对于她来说，这并不算大。要获得财务独立，她需要年收入17.5万美元，才能保持他现在的生活方式，而不用再去靠工作赚钱。凯瑟琳认为，自己需要超过20年的财富积累，才能达到财务独立的目标。

想不想知道，凯瑟琳和我的团队一起计算出的她实现财务梦想实际所需要的财富数字呢？结果发生了什么呢？我们发现的第一件事是，凯瑟琳的企业现在每年税后盈利超过30万美元，每年盈利增长率接近20%。在我的团队帮助下，她又做了一些研究，然后发现她现在可以卖掉企业，价格相当

于现在每年盈利的6倍，即180万美元。对于她来说，这意味着什么呢？

如果凯瑟琳卖掉自己的企业，拿到180万美元，然后用这笔钱去做投资，每年实现5%的投资收益率，那么她每年的投资收益就有9万美元。现在她手上还有一些其他投资，每年能给她带来1万美元的投资收益。所有加在一起，凯瑟琳每年能有10万美元的投资收益。你猜到了吗？凯瑟琳现在就能实现财务安全！

凯瑟琳一听高兴坏了，但是她也很迷惑。她说："但是托尼，现在我不想卖掉我的公司啊！"我告诉她，我并不是要鼓励她这样做，她也没有必要非得这样做。但是她完全可以宣布自己胜利了，因为她应该认识到自己现在已经实现财务安全了。为什么这么说呢？因为她现在拥有的资产，可以产生她实现财务独立所需要的收入，足够满足她现在生活的开支需要了。更加令人激动的是，按照她的企业现在每年20%的利润增长率计算，再过3年半，她的企业价值就能增加1倍。即使他的企业盈利增长率降低一半，只有每年10%，再过7年，企业价值也会翻倍，变成360万美元。她如果等到公司价值翻倍的时候再卖掉公司（360万美元×5%＝每年18万美元的投资收益，她什么工作都不用做），只需要3年半到7年，凯瑟琳就可以完全实现财务独立了。根本不是她原来想象的20年！而且还是在其他什么投资都不用做的情况下，凯瑟琳就能实现财务独立了！

顺便说一下，我在企业经营大师训练营上，给企业老板展示了很多经营管理上的妙招，其中有一套策略是很少有人知道的，就是让你卖掉自己企业的一部分股权（甚至是相当大的一部分股权），但是你还能继续经营、控制、指导企业，并继续从企业分享中赢利。这样做，能让你得到一大笔现金，确保你现在就能享受财务自由，同时还能继续管理你心爱的企业，让企业继续成长，享受这个过程带给你的快乐和成就感。

## 你来晚了，也照样能赢

我们再回到我的朋友安吉拉的故事。安吉拉是个普通人，从财务角度来看，她代表着美国人的平均水平。安吉拉都48岁了，过去一直过着自由自在的生活，旅行，航海，游遍全世界，她这辈子从来没有储蓄过，也没有投资过。读完本书的第一部分，她现在开始下定决心要从收入里拿出10%储蓄起来，但是她要面对一个巨大的困难：在这场投资游戏里，她开始得太晚了。（她自己也说："我都快50岁高龄了！"）她能利用复利巨大威力的时间不多了。

安吉拉第一次计算她要实现财务安全需要的年收入，结果算出来的数字是每年3.4万美元。要实现财务独立，她需要的年收入是5万美元。第一眼看到这个数字，她就非常激动。因为这个数字没有很多零，是她通过努力也

有希望赚到的几万美元。不过，一算自己要达到这样的年收入需要多长时间，让她又从梦想回到了现实。她起步太晚了，而且每年储蓄只有收入的10%，按照这样一个计划，安吉拉需要用上24年的时间才能实现财务安全。如果她现在才41岁，这会是一个很大的胜利，因为到65岁她就能实现财务安全了。但是因为她开始得太晚了，48岁才开始，再过24年，安吉拉就72岁高龄了。但是，要是没有这样一个规划，她会觉得自己这辈子根本不可能实现财务安全和财务独立了，有了这样一个可靠的规划，她觉得自己的未来光明多了。她非常高兴地知道，自己确实是有可能实现财务独立的。但是前面这条路非常漫长、缓慢，这确实不能让她开心、激动。

我们如何能够加快财富积累速度来更早地实现那个收入目标呢？安吉拉怎么样才能更快地实现财务安全呢？一种方法是提高收入储蓄比例，加大投资规模。她已经储蓄了收入的10%了。考虑到她过去从来没有储蓄过，拿出收入的10%储蓄起来，这对于她来说已经是一个很高的比例了。不过参加明天储蓄更多计划，她就能毫无痛苦地储蓄更多，因为她承诺的是以后收入提高就自动储蓄更多，这样能加快她的计划实施。加快财富积累速度的另一种方法是，承担多一点儿的风险，把投资收益率提高到7%，甚至更多，当然，提高风险可能会带来高收益，同样也有可能带来大幅亏损。但是，结果发现，还有一个简单得多的好办法，只是我们过去一直都忽略它了。

幸运的是，安吉拉的弹药库还有一批弹药。她漏掉了一大部分未来收入，很多人也都忽略了，没有把这部分收入纳入他们的财务规划中，这一部分就是社会保险。

安吉拉已经48岁了，再有14年就年满62岁，就可以领取社会保险基金了，不过只能部分领取。再过17年，她就年满65岁，就可以全额领取了。等她年满62岁，她什么也不用干，就可以每个月领到1250美元，相当于一年1.5万美元。原来她要实现财务安全需要达到的3.4万平均年收入的目标，有了这笔收入的加入，一下子就降到1.9万美元。我们用手机App来评估这些数据，安吉拉一看，自己原来实现财务安全需要漫长的24年，有了社会保险这笔收入，现在一下子缩短了10年。也就是说，48岁的安吉拉原来要到72岁才能实现财务安全，现在有了社会保险，62岁她就能实现财务安全了。这让她激动得浑身颤抖。到那时，她不用工作，就能有足够的收入支付房贷，支付水费、电费、天然气费和电话费，支付交通费，支付基本医疗保险费。对于安吉拉来说，这真是一种自由的感觉。

不可能的事变成了可能。猜一猜，接下来又会发生什么事情？安吉拉认识到财务安全胜利在望，内心的激动和冲动激励着她。她说：“嘿，让我们再上个台阶。既然我到62岁能实现财务安全，我们来看看如何再进一步，实现财务独立，我想找到一条路，实现财务独立，不是等到我70岁甚至80

岁的时候，而是60多岁就能实现财务独立！”她实现财务独立需要多少年收入呢？5万美元？只比实现财务安全需要的3.4万美元年收入多1.6万美元。

安吉拉又向前迈出了一大步。读完第三部分后，她又找到了另一种方法来加快实施她的规划。安吉拉一直对房地产投资很感兴趣，想投资一些房地产，以产生稳定的收入。她学到了一些简单的方法，投资不需要专人处理的老年人住宅，或者专为没有生活自理能力的老人提供辅助生活服务的养老住宅，通过公募或者私募房地产投资信托基金进行投资（我们会在第四部分介绍）。我们后面会讨论更多细节，但是现在可以简单地说，选择老年人住宅是投资收益性房地产的一个好方向，我称之为“人口结构不可避免的发展趋势”。7600万名婴儿潮时代出生的美国人，正在步入老年期，他们必然需要使用这些老年人住宅。每个月投资438美元，相当于每年投资5265美元，持续投资20年，假定用分配的红利再投资，继续按照复利增长，那么20年后她能积累228572美元（这里假定每年投资分红的收益率是7%，这是现在很多老年人房地产投资信托基金的收益率水平）。

她投资养老房地产20年积累的这笔财富，以后每年会产生1.6万美元的收入（假定每年投资分红收益率为7%），她也不用再每月追加投资来增加本金了，除非她自己想！这样的养老房地产投资还有一个巨大的好处，所有分红收入根本不用交所得税，因为资产折旧可以抵税。

马尔科、凯瑟琳、安吉拉，都是和你我一样的真实的人。你的规划就在你的能力范围之内，是你能够做到的，跟他们一样，你可以比你想象的更早地实现梦想。不要把你在应用程序上制定出来的规划1.0版本看作最终的规划。要把1.0版本看成让梦想成真之旅的起点。后面几章我会展示五种方法，让你加快财务积累的速度，更快地实现梦想。

风筝飞得最高的时候，是凭借逆风，而不是顺风。

——温斯顿·丘吉尔

看到财务规划所必需的目标年收入数字，再算一算达到这个收入水平所需要的持续积累财富的年数，你不管是觉得胜利并不遥远，心里非常激动，还是觉得实现梦想的路还很长，心里十分失望，都一定要振作起来——失望并不总是坏事，失望常常像是在你屁股上猛踹一脚，逼你做出巨大的改变。记住，决定我们命运的不是外部的环境，而是内心的决定。失望要么驱动我们，要么打败我们。我选择让失望驱动自己，希望你也能够采取同样的观点。大多数人做计划，甚至根本没有走到这一步，因为他们害怕发现，算出的自己实现梦想所需要积累的财富目标数字，与自己现有的财富相比差距很大，自己会感觉很失望。与其失望，不如不算，眼不见心不

烦。但是你接受了挑战，承诺读完本书，走向财富自由之路。所以，你跟大多数人不一样，你选择了一条少有人走的路，而不是那条很多人走的路。

我还清清楚楚地记得那年美国国庆节的假期旅行，尽管那是20多年前的事情了。受我的好友彼得·古伯的邀请，我和一群大型电影公司的高管同行，一起穿越楠塔基特岛和马萨岛上的葡萄园。我们坐在彼得的私人游艇上，几个电影大亨正在炫耀自己的成就，如何只做了一部电影就赚了两三千万美元。我听了非常震惊——光是那个盈利的数字就让我惊呆了。我那时30多岁，当时觉得自己已经做得非常好了，绝对处于事业的上升期——我一直自我感觉非常良好，可是这次在游艇上听这群电影大亨一开口就是一年能赚几千万美元，才知道天外有天，人外有人，跟他们一比，自己赚的钱简直不值一提。这些家伙的生活方式简直太疯狂了，没过多久我就受到他们的诱惑，也想学他们那样轻松赚大钱了。

那个国庆假期的旅行经历让我很受打击，但也让我想到了一个不同的问题：我这辈子真正想要创造出什么东西呢？我有可能实现那个目标吗？那个时候我还根本没有看到，我利用自己擅长做培训的核心能力，就可以给其他人增加很大的价值，也能创造出类似水平的财务自由。

当然，拿当年的我和我当时的成就水平，跟那些电影大亨比较，对我也是不公平的。当时我才30多岁，彼得和他那些拍电影的朋友都50多岁了，有的人都快60岁了。彼得正处在事业的巅峰，我的事业才刚刚起步。他得到过5次奥斯卡金像奖提名，很多好莱坞大片上都写着他的名字。当然，那时我也小有名气了，经营着一家企业，做得也很成功——改变了自己的人生。但是我在财务上的成功，和彼得还有他那帮朋友相比，差了十万八千里。而且，我把自己和游艇上的那些家伙相比，这非常不公平，但很多人都这样做过：我痛贬自己，怪自己没能取得和那些大亨同样财富水平的成就。

但那一天，那一刻，给我带来了一个特别大的好处，就是让我置身于一个新的陌生环境里，我内心深处有个东西被改变了：我远远离开了我的舒适区。我觉得自己不属于那帮人——就像我觉得自己不配待在那里一样。你有没有过类似的感觉？这真让人吃惊，要是我们不有意识地引导大脑思考，这些想法会对我们造成多么大的影响呢！

不过，比较也是件好事。你和别人在一起，这些人玩的人生游戏比你玩的层次更高，你可能会非常沮丧，可能会非常恼火，但也可能会因此受到启发，获得灵感。那天我认识到，我并不是想要一艘游艇，但是我受到启发要好好地磨炼自己，提升自己人生游戏的比赛技能。我认识到，我可以做的，我可以给予的，我可以成就的，还有很多。对于我来说，更好的还在

后头。我也意识到，在我人生的那个时点我感到非常不舒服，身处一种新的环境中，我再也不能感觉自己出众或者高人一等了，甚至远远不如别人。这样的机会逼迫我反思，对于我来说，这非常宝贵，也非常有意义。

当然，我的好友彼得邀请我到他的游艇上和他的那帮朋友一起旅行，我上面的这些想法，其实他是不知道的。他只是想召集一帮朋友，坐着他的游艇，来个国庆节快乐之旅，作为送给朋友们的一份礼物，表达他对这帮朋友的深厚友情。但是他邀请我和他的其他朋友一起旅行，给我展示了一个拥有无限可能、无限机会的世界。这次旅行的经历对我很有帮助，唤醒了我去直面真相。我很清楚地看到，自己确实有能力创造出任何我能想象得到的东西，也许我并不想拥有和他们一样的“成年人玩具”，但是我绝对可以肯定，我非常想拥有同样类型的选择，来给我的家人创造更好的生活。现在我已经50岁出头了，当年那些感觉不可能的想象，现在都变成了生活现实的平常影像。我现在过的日常生活竟然是以前的想象！但是有一点和以前一样，我还是不想要游艇。

我要说清楚，重要的不是钱，重要的是选择，重要的是自由，重要的是能够过上你想要的生活，按照你的意愿生活，而不是按照别人的意愿生活。

不要抱怨。

不要说你不能。

不要编故事骗自己。

相反，现在就做出决定！

找到上天赋予你的天赋，发挥你的天赋，服务和帮助别人，人越多越好。

如果你变得更强壮、更聪明、更有同情心、更加有能力，那么你的目标就是一个值得努力的目标。

我最早的导师之一吉姆·罗恩总是这样教导我：“你得到什么样的东西，都不会让你开心。可是你成为什么样的人，会让你非常开心或者非常伤心。”如果你每一天都能够进步，哪怕只是一点点进步，你都会为自己有所长进而感到快乐。受益于恩师的教导，我开始不断地进步，不断地思考大目标和大成就，逐渐领悟一些最重要的经验教训，其中一个最重要的经验教训是：

大多数人高估了自己一年能做成的事情，但是他们也严重低估了自己10年或者20年能够做成的事情。

事实真相是：你并不是周围环境的管理者，而是你自己生活经验的建筑师。千万不要低估长期坚持不懈地采取正确行动的威力，因为一件事不在最突出的位置，或者一件事不在你的能力范围之内。

利用复利的力量，原来看起来不可能的事情会变得可能。现在不管你是喜爱还是痛恨你的财务规划，不管你看了这个规划设定的目标会感到兴奋激动还是恐惧害怕，让我们一起把你的梦想成真计划变得更强大、更有力吧。我们要加速实现你的目标，你可以利用五大因素，让自己快马加鞭。

---

[1]我写本书的时候利率已经让政府压低相当长时间了。不过只要利率一上升，这个App就会马上更新利率。你任何时候都可以调整App的投资收益率水平设置，只要你觉得适合你的情况和真实投资目标就行。

# 第17章 加速财富积累第1招：储蓄更多，投资更多

好像每件事都在你的掌控之中，那就意味着你跑得不够快。

——马里奥·安德列蒂

祝贺你，你已经朝着财务自由迈出了一大步！大多数人并没有花时间去考虑他们的整体财务状况，创建一个规划；只有少数人这样做了，这非常不容易，这个过程会激起你各种各样的情绪。很强烈，很吓人。我当初也做了财务规划，激起了内心各种各样激烈的情绪，所以我能理解你的感受。但是现在你已经完成你的财务规划了，给自己一点时间好好享受一下你的胜利。问问自己，你看了自己的财务规划的真实感受是什么？你是不是对你和你家庭的未来财务状况感觉挺乐观？你是不是很兴奋，因为你发现你的财务梦想比原来想象的实现时间要近多了？还是你一想到它就很害怕，因为你一看到这个财务规划，就觉得自己可能永远无法实现财务梦想了？你是不是深陷于债务之中，开始怀疑你能不能从这个金钱深坑中挖出一条生路？

不管你现在的财务状况如何，到了什么样的地步，这都没有关系。你已经跨出了好几大步，现在根本不可能掉头回去了。打个比方，现在你已经学会如何走了，那么接下来让我教你如何跑。接下来的几章，要让你好好想想如何让你的财务梦想更快地实现，比你想象到的速度还要快。拥有远大的梦想，并用行动让梦想成真，然后想办法加快梦想成真的速度。你是不是也曾有过非常忙乱的一天，不停地和时间赛跑，克服重重困难，终于提前完成了任务？你可以提前下班了，相当于又额外争取回来一两个小时的生活时间，这绝对是份礼物——这份奖赏让你觉得整个世界都站在你这边支持你。你可以去健身房跑跑步，或者出去找朋友喝杯酒，或者飞快地跑回家去抱抱亲爱的小宝贝——能哄孩子上床睡觉感觉好幸福。

我经常密集地出差旅行，密集得让我发疯。我在不同的国家，不同的大洲，穿越不同的时区，在全世界到处飞来飞去，就像一个环球旅行观光客一样飞个不停，但我只有旅行，没有观光，忙的都是业务。如果我去某个地方的到达时间提前了，如果我一周能额外空出一些时间，再次集中精神，或者陪陪老婆、孩子，我就会充满能量，兴奋激动。因为我找到了一些多出来的时间。

如果多出来的时间不只是一两个小时，事情又会怎么样？如果你能找到的空闲时间，并不只是多出来的一两个小时，而是从财务上讲，多出来需要

积蓄2年的财富，或者多出了需要5年积蓄的财富呢？甚至多出来需要10年积蓄的财富，让你享有充分的自由，不用再去靠工作赚钱养家，以维持你现在的生活方式呢？这正是下面这些内容承诺做到的事情。即使你现在的规划看起来不太可能让你达到你梦想的财富水平，这些内容也可以展示给你如何改变你的规划，为你的生命打开新的机会之门——额外的钱，额外的时间，以及终极的自由。

得到了时间，就得到了一切。

——本杰明·迪斯雷利

如果你正在加速计划实施，那么你有五个核心的策略。你可以只用其中一招或者五招齐用——这完全由你决定。其中任何一招都能显著地加快你的财富积累的速度，让你更快地实现自己的财务梦想：财务安全，财务独立，财务自由。数招并用，没有人能阻挡你飞一般地前进。

你要致富，有两条路可选，一条路是拥有的多而需要的少，另一条路是需要的少而拥有的多。

——吉姆·莫特

## 储蓄更多，投资更多

你加速自己计划实施的第一个方法是储蓄更多，用这些储蓄来投资，获得复利增长。我知道，这并不是你想看到的。也许你甚至想说："托尼，我的每一分钱都得花掉，我根本不可能储蓄更多，无论在什么情况下都不行。"如果这是真的，在我们开始讨论任何事情之前，你先回想一下，在第14章中我们学到的东西：要对付你那套信念体系，最好的办法就是发展形成一个新的信念！你不可能从岩石里挤出水来，但是你可以改变你的信念，重新解读发生在你身上的故事。

尽管你深信自己根本剩不下一分钱做储蓄，获得诺贝尔经济学奖的理查德·塞勒用实例证明，我们都能明天储蓄更多。还记得那些蓝领工人吗？他们说自己绝对存不了钱，但是只用了五年，经过三次加薪之后他们就能储蓄起工资收入的14%，2/3的人的储蓄比例甚至达到了工资收入的19%！你也能做到，你完全可以毫无痛苦地做到，只要用这个策略就行。现在我们再来学习了解一些新鲜的策略。

假设你能省出来一大笔钱，用于实现你的财务自由，而这样做不会花你一分钱，你觉得怎么样？我们来看看你这辈子最大的那笔投资——你的房子。要是你像大多数美国人一样，认为拥有一套房子是件大事，你做梦都

想要有套自己的房子，也可能你现在已经有自己的房子了，你感到非常骄傲。不管你是住在缅因州的波特兰市，还是俄勒冈州的波特兰市，住在哪里都差不多，你的房贷往往都是你每个月收入支出的最大一部分。

如果你能从自己的房子上额外节省出25万美元、50万美元，甚至100万美元，你觉得怎么样？这听起来根本不可能吗？不，我不是在讨论把你的房地产抵押贷款用以更低利率的借新债还老债的方式再融资，不过这也是一个没有痛苦的方式，能让你每个月节省出来几百美元，甚至几千美元。

## 银行家的秘密

你并不需要非得等到市场暴跌了，再去借抵押贷款，因为这时利息低，能省不少利息钱。你读到这部分的时候，利率也许正在回升。不过，你还是可以把你每个月的房贷砍掉一半，最快从下个月就能开始。你根本不用去银行办手续，也不用改变你的房贷合同条款。你觉得怎么样？我来问你一个简单的问题。比如，你申请一笔房屋贷款，你愿意选择哪种还款方式呢？

第一个选择：你还的房贷的80%用来归还利息；

第二个选择：30年固定利率，贷款年利率6%。

好好想一想。你现在会选第一个还是第二个呢？你是不是觉得第二个选择更有吸引力？第一个选择是不是听起来太疯狂了？你借房贷的时候，是不是也跟随大众选择了30年固定利率贷款？或者你比大家都聪明得多，选择了第一个，用80%的钱去还利息？

答案是无所谓，选择哪个都一样。你在房贷合同上签了名字，抵押贷款30年，每年固定利率6%，那么你每个月的房贷80%都是还利息了。你还没有搞明白吗？在你贷款的这30年里，你支付的利息加在一起会占到你贷款总额的多大比例呢？30%，40%，还是50%呢？要是只有这么多，你的日子就好过多了。你想知道银行的秘密吗？你支付的利息加在一起会超过你贷款价值的100%，甚至还要多。你买了套房子，房价是50万美元，那么这套房子最终会花掉你100万美元，因为你先借款50万美元购房款，后面每年还的利息合计会有50万美元。如果你买的房子的房价是100万美元呢？那么购房款再加上你还的利息，最终会花掉你200万美元！看一看下面这张图，你有看到利息支出对你购房总成本的影响有多大吗？这个例子是买一套价格100万美元的房子，但是不管你买的房子的价格是多少，房贷利息在购房总成本中所占的比例是相同的。长期下来，你付的利息会让你的购房成本增加1倍，你买房花多少钱，以后还房贷的利息会和买房的钱一样多。




图17–1

对于大多数人来说，他们的抵押贷款是最大单笔的支出，但你并不知道，你每个月还的房贷，大部分都是还利息了。你要是知道，平均而言，每个美国人房贷加信用卡贷款和汽车贷款，34.5%的税后工资都得拿去付利息了。我敢打赌，你看后并不会大吃一惊。这只是平均水平，很多人花在利息上的钱大大超过了自己收入的1/3。

那么你如何能够大幅削减那些巨大的利息支出呢？你如何减少你长期积累的利息支出——把那些钱拿回来，就能增加你争取财务自由的基金呢？答案非常简单，也可能会让你感到吃惊。

要是你借的是传统的固定利率的房贷，你只需要做一件事就行了，就是在贷款期间提前归还本金。这个月提前归还你下个月分摊的贷款本金，你就可以将原来30年的房贷在15年内还清本息，在大多数情况下这都行得通！这是不是意味着你每个月的月供要翻倍？根本不用！

金钱威力法则3：把你的房贷还款总额减掉一半！下个月你还了当月的房贷后，再拿出一些钱提前还掉本金——只是下个月房贷里的本金部分，不是全部本金，别害怕。

反正这些钱，都是你下个月肯定要付的钱，为什么不从你的口袋里提前一两个星期拿出来，这样以后你能给自己省下来一大笔钱。整体来看，你早期的房贷还款中有80%~90%，有些情况下可能会更多，都是去付利息了。平均而言，大多数美国人要么是还不起房贷了，只好断供，房子不要了，要么是过了五六年再融资，借新债还老债（这样又开始了新一轮新房贷还款，绝大部分是还利息的愚蠢做法）。

“太可惜了。”抵押贷款专家马克·爱森逊写了一本书《银行家的秘密》。他接受《纽约时报》采访时说：“有好几百万人，老老实实地每个月还房贷，因为他们不明白提前一个月还掉下个月的本金，只是多花了一点儿小钱，但能给自己带来巨大的好处。”

我们来看一个案例（详见以下表格）。平均每个美国家庭的房子价值27万美元，但是这个策略，不管你买房花了50万美元还是200万美元，都有效。要是你的贷款期限是30年，买的房子的价值属于美国平均水平——27万美元，每年的贷款利率是6%，这需要你一开始每个月还房贷1618美元。用了这个方法，你要再拿出来270美元——这是下个月要还的房贷里的本金部分——其实是很少一笔钱，相当于你每个月房贷的1/6。你这个月多还的这270美元是本金，以后你永远不用为这笔本金付利息了。说得清楚些，你再也不用额外花钱付利息了，你只是在这个月还房贷的时候提前还了下个月的本金而已。

一直坚持用这种提前一个月归还本金的策略，你只用15年就能还完一个原来还款期限是30年的房贷。为什么不提前一个月还下个月的本金270美元？这样你就能把你的房贷还款年数缩短一半呢！如果你购买你的房子花了100万美元，那么你就可以省下50万美元，让它重新回到你的口袋里！一下子多出来相当于你半套房子的钱，这是不是会大大加快你通向财务自由的旅程？

表17–1 美国房子的平均价格

单位：美元

| 月份 | 付款 | 本金 | 利息 | 余额 |
|---|---|---|---|---|
| 1 月 | 1 618.79 | 268.79 | 1 350.00 | 269 731.21 |
| 2 月 | 1 618.79 | 270.13 | 1 348.66 | 269 461.08 |
| 3 月 | 1 618.79 | 271.48 | 1 347.31 | 269 189.60 |
| 4 月 | 1 618.79 | 272.84 | 1 345.95 | 268 916.76 |

## 孩子，你可以开我的车

并不只是房子能让我们省下一大笔钱。我有个儿子，非常喜爱宝马车，就是想要买一辆宝马车。在盼了很多年“终极驾驶神器”后，最终他分期付款买了一辆全新的、豪华配置的宝马车，他想要的功能这辆车全都具备了。

买了这辆车后，他兴奋了好久。他爱这辆车开起来的那种感觉；他爱这辆车的马达轰鸣声，像是在对他甜言蜜语；他爱这辆车让他感觉很有面子。开宝马车的人，一看就知道很骄傲，很有抱负；开什么样的车，代表你是什么样的人，人就是车，车就是人——至少他是这样想的。

有好处必然也有坏处。宝马车好，价钱也高，花掉了他一大笔钱！他每个月还车贷的钱，本来可以用来还房贷。再过一两年，这辆车就会变得有些旧了，毫不奇怪，它会失去一些魅力。等到他30岁刚刚订婚后，他想去买一套房子给自己和未来的妻子住。结果一算账，他开始后悔了。他那辆宝马X6（双涡轮增压V8），每个月1200美元的车贷足够支付一套房子的房贷。

他也认识到了自己不再需要像原来那样开一辆豪车来显摆自己了。车，只不过是个交通工具而已。他明白了自己也可以开一辆大众帕萨特或者迷你库柏，那样也许更好、更新、更省油。

除此之外，原来开宝马车给他带来的快乐大部分都没有了。他在别的地方找到了快乐：买个房子，和他心爱的女人安个家，开始新的生活。不开宝马车，不再是牺牲自己了，相反，它变成了一个深思熟虑后的决定：把钱花在别的地方，开始为自己和家人打造一个财务上很安全的未来。

现在你如果是个汽车发烧友，非常喜欢车（像我一样），那我不是要告诉你去开一辆大众汽车。对于很多人来说，法拉利、保时捷，还有新出来的特斯拉，简直无法让人抗拒。如果你的计划已经完成了，你的财富积累达到了你想要达到的财务目标，不管怎么样，你想开什么车就开什么车吧。但是如果你的财富积累还没有达到你的财务计划目标，或者你现在奔向财务目标的财富积累速度还不够快，那么也许是时候重新思考一下，你现在开这样的豪车值不值，看看你能不能找到省下不少钱的办法，把更多的钱加入你的财务自由基金里。

还记得安吉拉吗？她读了本书的初稿后，就去买了辆新车——这是他人生买的第一辆全新的车子！我们来看看安吉拉买新车时算的账：他可以把旧车卖掉，每个月省下来400美元的修车费，一年就能省下来接近5000美元，把这些钱储蓄起来做投资，就能开始利用复利增长。

## 你还能做些什么来省一大笔钱？

并不是只有房子和车子这两个地方，能让我们省出一大笔钱。还有哪些地方的支出已经不能给你带来价值了？我知道，节衣缩食、紧紧巴巴、抠抠搜搜地过日子，对于大多数人来说没有吸引力。我可不想完全按照预算来花钱，我想你也不喜欢。但是我相信，确实需要制订一个花钱的计划。我

喜欢计划这个做法，看看怎么花钱能给我带来最大的幸福和快乐，同时也能保证我长期努力之后实现财务自由。

不过，公平地说，你如果也是那种人，会抱怨地说："去你的吧，我才不会想办法省钱呢，我只想专注于赚钱，赚得更多就行了。"那么你可以直接跳过这一章，直接翻到下一章，看一看怎么赚得更多和增加更多的价值。如果省钱的想法听起来让你筋疲力尽，或者你一听省钱就心烦，这也没关系，你还有其他四个策略能帮助你加快财富积累速度，我不希望你会错过另外加快财富积累的四招，不要只是因为省钱这一招不是你喜欢的，就连其他的四招也不看了。但是你如果确实愿意学些简单有效的省钱妙招，就接着读下去。我敢保证，你只要做几件小事情，长期就会产生重大的影响——让你长期能够积累一笔巨大的财富。

公平地说，亚马逊网上书店和那些实体书店里面有很多书教你如何省下更多的钱。戴夫·拉姆齐是一个非常有心的男人，他写了好几本书教大家如何省钱。苏茜·欧曼女士也写了好几本书教你省钱。这些书都值得一读。但是，我们还是会用几页的简短篇幅，重点介绍几个实用的、简单的省钱策略。

有一件事确定无疑是值得去做的，你可以列一个开支计划来帮助你提前决定怎么花你的钱，把你的钱花到哪里，以给你今天和未来带来最大的回报。

还记得在第3章中，我们看到一个省钱的实际生活案例，订购比萨外卖在家里和朋友们聚餐，而不是出去到饭店吃晚饭，这样做每个星期能给你省下40美元，一年就能省2080美元。那么按照8%的年收益率计算，再过40年这笔钱就会变成50万美元以上，这可是100万美元的一半！它能让你过上幸福的退休生活，远远胜过现在大多数美国人的退休生活，他们的退休金可没有这么多。这种小钱用来投资，或者把它放到我们的退休金账户做投资，竟然会利滚利地增长到50万美元，这肯定会让我们重新思考，每天早上花钱喝一大杯咖啡究竟值不值。

财务专家戴维·巴赫是我的好朋友，他自己创业，就是从参加了我的财务研讨会开始的，那是20多年前的事了。他决定要追寻他的梦想，帮助人们实现财务独立。过了几年之后，我高薪聘请他第一次发表付费演讲。现在，他用激情和奉献帮助教育美国人学习投资理财知识，他写的畅销书《自动成为百万富翁》卖出了400多万册。这本书的核心讲的其实就是一句话：省小钱发大财。他说的小钱，最典型的代表就是很多美国人早上必须喝一杯拿铁咖啡，他在书里称之为"拿铁因子"。其实他说的不仅是拿铁咖啡，也包括所有你不经意间花的小钱。这些小钱加在一起其实会消耗掉我们很大一笔财富，而我们根本没有意识到。但是如果你很爱喝咖啡，那么你知

道这个爱好会花掉你多少钱吗？假设你只是轻度上瘾，一天一杯而已，一天一杯也就4美元（换成人民币也就30元左右），但是日积月累，过上20年，按照6%的利率计算，你实际上相当于喝掉了5.65万美元（相当于人民币40万元）。只是每天喝上一杯咖啡，你付出的代价竟然这么大！但是我们还是要面对现实，那些星巴克的忠实粉丝可不是一天只去一次。爱喝咖啡的人一天会去两三次。一天一杯是一天4美元，一天两三杯就是一天十几美元，这样20年下来，按照6%的利率计算，你相当于喝掉了141250美元（相当于100万元人民币）。这可够你的孩子在美国念四年大学的学费了！

如果你是个纯粹主义者呢？你才不会狂喝咖啡，摄入那么多咖啡因呢！你的身体是个圣殿，你十分小心地注意保健。但是瓶装水是你钟爱的东西。你也爱喝斐济或者依云矿泉水吗？公平地说，即使你只是到超市买几箱便宜的波兰矿泉水，你知道你每年花在瓶装水上的钱能有多少吗？我的一个年轻的女同事，我很敬重她，她也觉得自己很有社会责任感。她最近快要结婚了，未婚夫一无咖啡瘾，二无酒瘾，但是他喝矿泉水上瘾，会定期买上一箱12瓶、每瓶1.5升的矿泉水。天天喝那么多矿泉水，他这样做很聪明吗？他一次会买3箱，总共36瓶，够他喝上两个星期，这样要花掉他75美元。一个月去买两次，他在喝水上每个月就要花150美元，一年下来接近1800美元——他花这么多钱买的东西，可以打开水龙头随便喝，一分钱也不用花。讲究一些的，可以买个德国产的碧然德净水器，再买几个耐尔水壶，让你一样可以天天喝上非常干净的水，一年只要花50～60美元。别忘了，他这样天天喝瓶装矿泉水，既在毁掉我们的地球，又在毁掉自己的钱包。我想，我这个女同事的未婚夫要是每年能把花在喝瓶装水上的1800美元省下来，放到他们的储蓄账户中，利用复利不断增值，他们肯定会开心得多。因为每年1800美元，按照每年8%的收益率计，过上40年，就会变成503605美元。但这些钱都给他喝水喝掉了！

我并不是说你必须放弃喝瓶装水，或者再也不喝咖啡了，但是和喝水、喝咖啡一样，确实有些小地方能让你省出来不少钱，现在找一找那些能给你省大钱的小地方。

最后一个省钱的地方是购物，特别是一时高兴冲动的购物：你知道的，就在那一刻，你非常喜爱那些名牌奢侈品，像很贵的包包，很漂亮的爱马仕领带，你觉得非买不可。丽莎是个年轻的妈妈，来自那什维尔，非常喜欢那些精美的东西。她一冲动就会买名牌奢侈品，这都快把她丈夫逼疯了。丽莎回到家里，经常不是身上穿着一件新裙子，就是脚上穿着一双非常亮丽的新鞋子，她的丈夫总是一成不变地问：“你这些东西是打折买的吗？”或者问：“你有没有到网上查查同样的衣服在哪里卖得更便宜呢？”两人吵了几次架，他们最终达成协议，决定实行一个新的计划。要是丽莎发

现自己突然心血来潮来到纽约第五大道的萨克斯百货商店，或者进了周仰杰鞋店，又看上了一件衣服或者一双鞋子，非买不可，她要拍下来这个东西的照片，发给她丈夫。丽莎给丈夫两个星期的时间，到网上用更便宜的价格买下来，不然的话，丽莎就会打电话给实体店全价购买。不过丽莎像个小绵羊一样地害羞承认，不管她想要买的是什么，在超过80%的情况下，她的丈夫都能在网上找到更便宜的价格——一般都能打八折，有时会低到七折。

你可以学学丽莎和她丈夫到网上查所有的购物返利计划，这能给你省下真金白银。一些网站能帮你从日常花费上返利，帮你攒学费，从网上购买、出去吃饭到外出旅游，都能帮你省钱。你可以把你省下来的这些钱用于还你的学生贷款，存进储蓄账户，或者529大学储蓄计划（这是一个能够递延纳税的储蓄计划，由父母设立来为孩子积攒大学学费）。如果孩子大学毕业了或者孩子上大学并不是最优先考虑的事，你也可以存下一笔现金。网上有几百个购物返利网站，都能给你节省10%～30%的费用。丽莎和她的丈夫把所有得到的购物返利都打进了他们的教育基金账户，现在每个人都对那双细高跟鞋感觉好多了。

当一天结束的时候，问自己这个问题：我的花费，不管是大还是小，给我带来的兴奋激动还和过去一样吗？这并不是要剥夺你的购物权利，而是要调整你的花钱习惯，花的钱要符合你的核心价值观，只在那些真正对你非常重要的体验上，放纵自己多花一些钱。精心考虑确有必要之后才会花钱来买，这种习惯能让你的钱花得值，能让你的生活品质持续保持下去，持续给你带来幸福和快乐。不管你现在的年纪多大，这辈子还有20年、30年、40年可以投资，不管你现在攒的钱是多是少，不管你每年能省多少钱，也不管你还有多少年继续省钱，你都可以利用复利无与伦比的巨大力量，省得更多，赚得更多。财务安全，财务独立，不管你的财务目标是什么，你实现目标的速度都会大大加快，因为你省下来不必要的花费，把这些钱储蓄起来做投资，用复利让你的财富积累得越来越快。

这里的关键不是生活方式，而是时机选择。为什么今天不做出一些简单的改变，每天省些小钱，日积月累，利用复利增值，使它们变成大钱，确保你有足够的财富，人生之路可以一路顺利地走下去，享受你想要的生活方式，实现你的梦想？你仍然可以享受生活中那些奢侈消费带来的快乐，但这是你主动控制，而不是你受冲动控制。你选择如何分配你的资金，投资到让你的钱花得最值的地方。有很多简单的省钱妙招，你可以从以前按照合同还房贷变成提前归还下个月的本金，也可以把原来开的豪华汽车换成经济实用型的汽车，也可以从实体店购买换成从网上购买。有很多省钱妙招，真的能给你省下真金白银，日积月累，每年省下来的钱的数字相当大，要是你能够找到这些省钱的地方，把省下来的钱做投资，利用复利的

力量，几十年下来，你就能积累几万美元、几十万美元，甚至上百万美元的财富。

现在翻到下一章，我要告诉你一个大招，让你的计划实施的速度更快，获得财务独立的速度更快。那就是我所知道的加速财务积累的最快方式：赚得更多。

## 多多留心，处处能省

这里有个练习，只有6步，很简单，你能很快做完。它能帮助你深入思考省钱这件事——更加积极，更加自觉。

第1步：头脑风暴。快速回想所有一再重复发生的费用，你可以取消或者减少，以削减你的费用支出。比如，汽车保险、手机账单、午餐饭钱、电影票。想想有哪些重复性花费，你可以做些改变，多省些钱。

表17–2 开始投资越早，积累的财富越多

（假设年投资收益率为 10%）

单位：美元

| 日常投资数 | 每月投资数 | 10 年 | 20 年 | 30 年 | 40 年 | 50 年 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 5 | 150 | 30 727 | 113 905 | 339 073 | 948 612 | 2 598 659 |
| 10 | 300 | 61 453 | 227 811 | 678 146 | 1 897 224 | 5 197 317 |
| 15 | 450 | 92 180 | 341 716 | 1 017 220 | 2 845 836 | 7 795 976 |
| 20 | 600 | 122 907 | 455 621 | 1 356 293 | 3 794 448 | 10 394 634 |
| 30 | 900 | 184 360 | 683 432 | 2 034 439 | 5 691 672 | 15 591 952 |
| 40 | 1 200 | 245 814 | 911 243 | 2 712 586 | 7 588 895 | 20 789 269 |
| 50 | 1 500 | 307 267 | 1 139 053 | 3 390 732 | 9 486 119 | 25 986 586 |

第2步：这些东西或者活动花掉你多少钱呢？重点标出这些花费中占比最大的那一项，记下来这项最大花费每次会用掉你多少钱。接下来再算一算你每个星期纵容自己做几次这种花费，对自己实话实说，不要只是想当然。

第3步：现在，用从0到10来衡量你的快乐程度（0代表根本没有快乐，10代表极端快乐），你从上面每个费用项目上得到的快乐有多少呢？给每个花钱的活动或者东西写上一个代表快乐程度的数字，帮助你把这些费用和你的实际生活联系到一起。

第4步：接下来想一想，如果拥有绝对的财务自由，你会有什么样的感觉。第15章提出了一个概念：你梦想的价码，即实现你的梦想需要的钱。你还记得你脑子里有什么反应吗？这让你有什么样的感觉？但是你要记住，这只是你体验到的抽象感觉，理论上的感觉。现在呢，你离梦想很近了，足以细细品尝一下。如果你实现了绝对财务自由，你会享受什么，拥有什么，做什么，成为什么样的人，给予什么呢？

第5步：决定什么对你更加重要，是你从上面列的费用清单中那些一再重复发生的费用中得到的快乐，还是得到绝对财务自由让你感觉到的快乐呢？记住，生活就是平衡，你不需要放弃你的费用清单上的每一样东西，什么东西也不买，什么钱都不花，去追求那种绝对财务自由的感觉。

第6步：至少写下来三项费用，是你下定决心要完全放弃的。计算一下，这会让你下一年省下来多少钱。

表17–3 控制花钱：快速练习自觉省钱

| 序号 | 项目 / 活动 | 项目 / 活动支出 | 每周的次数 | 总开支（项目开支乘以周数） | 愉悦度 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | | | | | |
| 2 | | | | | |
| 3 | | | | | |
| 4 | | | | | |
| 5 | | | | | |
| 6 | | | | | |
| 每周总金额 | | | | | |
| 每年总金额 | | | | | |

# 第18章 加速财富积累第2招：赚钱更多，投资更多

不仅要努力成为一个成功的人，而且要努力成为一个有价值的人。

——阿尔伯特·爱因斯坦

好了，现在我们讲第2招。上一章讲的是省钱，还有一种比省钱更快的方式，快得几乎没有上限——只要你能释放出你的创造力和专注力，非常痴迷地找到一种方式，能为别人做得更多，比其他任何人都多，你就能赚得更多，切换到财务自由之路的快车道。

## 开着卡车奔向财务自由？

在我十几岁的时候，以后要走的路，我妈妈早就帮我想好了。她想让我当个卡车司机。她在电视上看过那些卡车驾驶技术培训学校的广告，一遍又一遍，她看上千遍也不厌倦。妈妈告诉我，只需要接受一些培训，我就能够通过考试，当上卡车司机，一年能赚2.4万美元。我的天哪，2.4万美元！我父亲在洛杉矶市区一家停车场做管理员，一年到头，辛辛苦苦才能赚1.2万美元。我开卡车一年的收入是父亲的2倍。我妈觉得，当上卡车司机，我的人生前途就会一片光明。妈妈一有机会就忽悠我：你想想看，你可以自由自在地开着你的卡车，在公路上狂奔。这确实很吸引我，至少在某种程度上如此，我想象着自己当上卡车司机，就可以打开车上的音响，一边听着我想听的音乐，一边开着车向前飞奔——对于当时才14岁大、从来没有开过车的少年来说，这真是好酷啊。当上卡车司机，我就会有机会出去闯荡，而不是像我父亲那样一辈子待在那个地下车库里，30多年，也没熬出头。

但是，后来我经历过很多悲惨的事件，我先后有过四个不同的父亲，这让我感到别人都看不起我；我从来没有足够的钱吃饱穿暖。经历的苦难多了，这也让我早熟，我意识到，我就是当上了卡车司机，开车时间再久，跑得再远，也无法逃离那种处境给我带来的痛苦。在我的头脑里，我下定决心自己以后绝对不会让我的家庭受苦受罪。除此之外，我想用我的头脑和我的心灵来赚钱，而不是当个司机靠卖力气吃饭。人生如戏，但不同的人在人生舞台上有不同的层次，我希望能够进入和父母完全不同的层次。

我看着身边其他同学和其他人的父母，心里想：别人是人，我也是人，为什么我和他们过的日子差别这么大？为什么我们家一直不断地挣扎，才能

勉强吃饱肚子，才能有钱交给收账的人付清水费、电费？我们家平时吃饭只有两个选择，不是罐头装的青豆就是茄汁意大利面，为什么我们买不起番茄酱？可是就在同一个城市，住得离我们家不远，和我一起上高中的孩子，假期去的地方都是名胜古迹，上的大学的校园看起来美得如诗如画，他们过的生活明显和我过的生活不同。难道是因为他们知道我不知道的东西吗？他们做的事和我父母做的事有什么不同吗？

我开始沉溺其中。有人挣的钱是我们的2倍，但我们的工作时间是一样的，这怎么可能？有的甚至是3倍，10倍？这简直太不可思议了。从我当时的理解水平出发，这个谜题根本没法得到解答。

## 投资你自己

我的工作是个看门的保安，工资很低，因此我需要找其他活干，额外挣些钱才够吃饭。我的父母认识一个人，我父亲过去叫他“失败者”，现在这个人变得很成功，他只用了很短的时间就发达了，至少从钱上来看他是发财了。他当时正在南加利福尼亚州做房地产生意，买房，修整，装修，再转手把它高价卖出去。他需要找个男孩在周末帮他搬家具。机会来了，这个周末的短工让我乐坏了，这可能为我的人生打开一扇窗，彻底改变我的命运，我一定要好好表现，坚决不能错过。这个人的名字叫吉姆·汉纳，他肯定注意到我急匆匆地跑来跑去，非常卖力地干活。中间休息的时候，我问吉姆先生：“我想请问您，您的人生怎么会实现这么大的转变呢？您是怎么做的，才会变得这么成功呢？”

他说：“改变我人生的就是去参加了一个培训讲座，做培训讲座的人叫吉姆·罗恩。”我听不懂，问道：“什么是讲座啊？”他说：“就是找个地方，有个人来讲课，不是讲空虚无用的大道理，而是讲他过去一二十年的人生经验，他所得到的所有教训。他把所有这些经验教训的精华，浓缩成几天的课程，让你能够用几天就吸收他几十年的经验教训。”哇，这听起来简直太棒了！我也想去听。“您说的这个培训讲座，得花多少钱啊？”汉纳说：“35美元。”什么？！我干一个星期才能挣到40美元，白天读高中课程，晚上看门当保安，这40美元挣得多不容易啊。“你能带我进去听听吗？”我问他。“当然可以！”他说，“但是我不想那样做。因为你自己不花钱去听，就不会珍惜它。”我一听，愣了，站在那里，心里很难过，我怎么舍得花35美元——相当于我一个星期的工资——只是为了听这个专家讲上3个小时呢？“哦，没关系，如果你觉得花这么多钱来提升自己这项投资不值，就不要勉强去了。”他最后耸耸肩膀说道。我经过反复思想斗争，最终还是决定自己花钱去听这个培训讲座。结果这成了我一生最重要的一项投资，我花了一个星期的工资参加了这个培训讲座，遇到了讲课的老师吉姆·罗恩——这个人成了我人生的第一位导师。

我坐在加利福尼亚州欧文市一家饭店的宴会厅里，听吉姆·罗恩讲课，我完全被他迷住了。这个一头银发的男人回答的每个问题，都一直在我的大脑中盘旋。吉姆·罗恩，也和我一样，出身贫穷，曾经困惑不解，尽管他的父亲是个好人，拼命地工作，还是只能受苦受罪，而他周围的人却很成功，生活很幸福。后来，突然之间，他回答了那个问题，那个我已经问了自己好多年的问题，那个我一直找不到答案的问题。

“在经济上取得成功的秘诀是什么呢？关键是，明白自己如何在市场上变得更有价值。”

“要拥有更多，你就必须成就更多。”

“不要期望事情很容易，要期望你自己变得更好。”

“要改变事物，你要先改变自己。”

“要把事情做得更好，你要先把自己变得更好。”

我们得到报酬是因为给市场带来了价值。这需要时间……但是我们不是靠时间得到报酬的，我们得到报酬靠的是价值。美国人是独一无二的。工作报酬水平呈阶梯形，你得一步步攀登，从低工资到高工资。起点是什么样的呢？约每小时2.3美元。那么去年最高的工资收入是多少呢？那个管理迪士尼的总经理一年能挣5200万美元！这个公司怎么会付给一个人一年5200万美元呢？它傻吗？答案是这个工资收入非常合理。要是你能够帮一家公司一年赚到几十亿美元，它会付给你5200万美元吗？当然会了！这是小意思。和你创造的巨大价值相比，你拿到的这笔钱一点儿也不算多。

“你真的有可能变得那么有价值吗？答案是当然能。”接着吉姆·罗恩告诉我发财致富的终极秘密，“你如何能够真正变得更有价值，学会更加努力地提高自己的价值，比你干工作还要努力呢？”

“那么你个人能不能变得比以前的价值高2倍，用同样的时间赚的钱也能高2倍？有没有可能你个人的价值比以前高10倍，用同样的时间赚的钱也比以前高10倍？这可能吗？当然啦！”然后他停顿了一下，直视着我的眼睛，说道，“你要在同样多的时间里赚到更多的钱，你需要做的只有一件事，就是变得更有价值。”

就是这个道理！这就是我要找的答案。我知道了这个道理，它彻底改变了我的人生。就这么明白，这么简单，这句话把道理讲到我心眼儿里了——我感觉这像是当头棒喝，我突然开悟了。这句话我听吉姆·罗恩说过100多遍，一个字都没有变过。从我第一次听到之后，每一天我都把导师吉姆·罗

恩的这句话牢牢记在心里，包括2009年我在他的葬礼上致辞的那一天。

就是这个人，就是这场讲座，就在这一天，吉姆·罗恩的一番话，让我重新拿回自己未来的控制权。是他让我停止专注于那些超出我控制范围的事情——我的过去，我的贫穷，其他人的预期，经济情况——是他教我专注于我能控制的东西。我可以提升自己；我可以找到办法服务别人，做得更多，变得更好，给市场增加更多的价值。我变得痴迷于一件事，找到办法为别人做得更多，比其他人做的都要多，而且用的时间更少！这是一个持续改进、持续提升的过程，永远没有终止！从本质上讲，这成了我持续进步的途径，在我做的每一个决策上，我采取的每一个行动上，它都持续不断地驱动我、引导我。

在《圣经》里，有一条简单的原则：想成为了不起的人无可厚非。如果你想成为了不起的人，你得学会成为大家的仆人，要想领导人民，你得先为人民服务。如果能找到办法，能服务很多人，你就能够赚到更多的钱。你能找到方法服务几百万人，你就能赚到几百万美元。这就是增加价值的定律：要给自己增加价值，先给别人增加价值。

可能你会觉得，巴菲特讲的比《圣经》上讲的更加容易，更通俗易懂，这个来自美国奥马哈的投资圣人有句话很有名，他说他一生做得最好的投资，也是每个人都可以做的投资，就是投资自己。巴菲特说过，他通过读提升自己能力的书来教育自己，学习戴尔·卡内基的课程完全改变了他的人生。巴菲特曾经给我讲过这个故事，那是我们俩一起在《今日秀》做节目的时候。我听了哈哈大笑，我请求他要一直不断地给大家讲这个故事。我笑着说：“讲这个对做生意很有好处。”

我把吉姆·罗恩传授给我的这个发财致富的原则牢记在心，而且一门心思地付诸行动——我从来没有停止成长，从来没有停止给予，从来没有停止努力扩大我的影响力，扩大我的能力，以便给予更多，做更多的好事。结果过了很多年之后，我在市场上变得更有价值。在这一点上，我特别幸运，现在财富再也不是我生活中的难题了。并不是我这个人独一无二，只有我才能做到，每个人都能够做到同样的事——只要你抛弃你解读自己过去经历所编的故事，突破你解读现状所编的故事，突破这些故事对你的限制。问题到处都有，办法也到处都有，只要你用心去找。

那么美国人现在的收入阶梯是什么样的呢？我敢打赌，吉姆·罗恩可能做梦也没有想到，2013年，美国收入阶梯最底层的工资收入水平是每小时7.25美元（年收入15080美元），美国当年的最高收入者是阿帕卢萨投资管理公司的创始人和对冲基金领导人戴维·泰珀，2013年个人收入达到35亿美元。有几个人能够一年赚到10亿美元呢，更别说35亿美元了！为什么有些人的收入很低，而有些人的收入高得不可思议？答案是，市场给一个麦当

劳的收银员定的价值很低（每小时只有7.77美元），因为这种工作要求的技能很简单，一个人只要学几个小时就能学会。但是明显地提高大家的投资收益，这套本事就非常罕见了，当然价值也要高多了。大多数美国人都把钱存入银行，收益只有33个基点，可是戴维·泰珀能让他的投资人在同样的时间里赚到42%的投资收益率！他对这些客户的经济贡献有多大呢？一个人能够给客户创造1%的收益率，那他就比只会存款的普通人的价值高3倍多。戴维·泰珀能创造42%的投资收益率，他给客户增加的经济价值就比普通人高出12627%。

那么你要做些什么来给市场增加更多的价值呢？你怎么来保证自己能够非常富足，而不是苦苦挣扎地求生存呢？如果我们想做一个非常彻底的转变，把自己从现在所在的收入层次提高到你想要达到的更高的收入层次，实现财务自由，那么这个转变就是我所知道的能够带你到达理想之地的最有效的一条路。

可能你一听就要高喊“我反对”。别急，先听我说完。我知道，现在情况有很大不同。我知道，现在美国经济正处于困难时期。我知道，2008年以来美国损失了200多万个工作岗位，而且那些新增的工作岗位大多数都是服务业的低薪工作或者其他行业中的低薪工作。是的，我也知道从1990年到现在，美国人的平均年收入水平一直停滞不前。

你猜猜1978年，我刚开始工作时的利率水平和失业率是什么样的？在两年之内，利率飙升！我的第一笔投资是一栋四层小房子，位置在加利福尼亚州的长滩，抵押贷款利率是18%。你能想象现在用18%的利率来贷款买房吗？我们肯定要到美国白宫总统办公楼前抗议了。但是历史就是这样循环发展的——过去会这样，将来还会这样。但是如果你不能找到一种方法，能够有力地增加更多的价值，你的收入肯定会停滞不前。但如果你找到办法增加价值，那么你的收入变动方向只有一个，就是不断地上升，再上升。

在美国大萧条时期，5年有880万人失业。2008年金融危机，只一年就有230万人失业！那一年的失业率最高达到10%。但是，请记住，10%的失业率是个平均数，并不代表每个地方、每个行业都这样。部分人口的失业率超过25%，但是对于那些年收入达到10万美元甚至更高的人来说，你猜他们的失业率是多少？答案是不到1%。你能从中总结出什么经验教训？如果你真能训练发展自己，有一套本事是现在的市场所迫切需要的，而且你还能持续进步，变得更有价值，就会有人雇用你，或者你可以自己创业，不管经济情况怎么样，你都有工作。如果是你自己雇用自己，你越有价值，你的收入也就越高，因为你赚的钱都是你自己的。

即使今天，硅谷的就业情况也和美国其他地方的情况不同，硅谷的工作岗位比人多。那里的高科技企业发展很快，工作岗位需求大，总是招不到足够的人，因为能胜任工作的合格人才相对较少。工作岗位就摆在那里，但是你需要学习，重组自己的技能包，才能具备这些工作所需要的那些技能，才能让我们在新的市场上变得更有价值。我可以向你保证，那些“老工作”大多数一去不复返了。

我们来回顾下历史。19世纪60年代，80%的美国人都是农民。而现在美国人里只有2%的人在做农业工作，我们生产的粮食可以养活全世界。新的科技摧毁了一切——突然之间，一个农场工人可以干原来500个人的活儿了。很多人得很努力才能保住工作，很多人失去了原来的工作。对于那些不能适应的人来说，工业革命就是一个非常痛苦的时代。但是新科技带来了蒸汽机和其他新工具，短短的时间内就让很多人下岗了，但是它让每一个人的生活品质迅速提高，而且提供了更多收入更高的工作。

现在，新科技发展又引起了巨大的破坏，引发了大量的失业，这和上一次工业革命类似。牛津大学的研究者称，未来20年内，几乎一半的美国职业都有被自动化取代的风险（意思是机器人替代人）。我们都要重组自己的技能包，尽管每个人的重组程度会不同。我向你保证，150年前，没有一个人想过将来有一天会有这样的工作岗位：社交媒体营销人员、干细胞科学家、机器人工程师。没有一个人能想象到一个电工、一个水管工，一年能挣到15万美元；没有一个人能想象到工厂的工人能学会用电脑来实现机器自动化操作，他们一年能挣到10万美元。但是人们想象不到并不意味着这种事情不会发生。

我每天都会遇到一些人，他们告诉我就业市场比冰还要冷，公司把他们解雇了，他们担心再也找不到工作了。但是我要在这里告诉你，关键不是市场，而是你自己。你可以提高你的收入潜力，每个人都可以。你可以给市场增加价值，可以学会新的技能，可以改变你自己的思维方式。你可以成长、改变、发展，可以找到工作，获得你需要而且值得拥有的赚钱机会。

但是如果你的工作再过5～10年就变得过时了，现在你就该考虑转型，尝试一些新的东西。转型是硅谷的说法，你从一个企业换到另外一个企业，往往是在经历了一场大的惨败之后，你只能反思自己，改变自己。

你正在读本书，说明你是一个想要转变的人，正在寻找答案，寻找解决方案，寻找更好的办法。有几百种方法，你可以用来重组自己的技能包。你要做到这一点，可以去接受大学教育、商业教育、自我教育，你可以一年挣到10万美元到几百万美元，却不用辞掉工作，或者不用花一大笔钱和4年的时间只为拿个大学本科文凭（这会让你背负10万美元甚至更多的债务）。数以百万计的工作在美国各地等着人来做，但是这些工作不是随便

什么人都能干的，一般人的能力都不符合工作岗位的要求。根据麦克·罗（探索频道《干尽苦差事》节目的主持人）的说法，现在美国有350万个工作岗位可供选择，其中只有10%的岗位要求应聘者具有大学本科文凭。这意味着其他90%的工作岗位的条件和大学文凭无关。它们更看重应聘者的培训、技能，愿意干脏活、累活，最主要的是愿意去学新的和有用的技能。正如麦克·罗所说的："总是有工作在招人去做，但是这些工作不是我们美国传统意义上的那些工作了。"

重组自己的技能包，学习新的技能，让人既非常兴奋又非常害怕。兴奋是因为有机会去学习，去成长，去创造，去改变。兴奋的时候，你意识到："我是有价值的，我做出了贡献，我拥有更高的身价。"你之所以害怕，是因为你会想："我怎么能做好这个工作？"记住吉姆·罗恩的话："对那些需要改变的事情，你必须去改变。对那些需要变得更好的事情，你必须使它们变得更好。"你要么重组自己的技能包，要么当个傻瓜让人笑话。摆脱你为解读现状所编的故事，别让这些自己编的故事限制自己，换个思路，更快地提升自己。

人们经常对我说："托尼，要是有自己的企业，或者在一个持续成长的公司里有份工作，那当然很棒了。但是如果你做的是一份很传统的工作，工资很低，但是你又很热爱你做的这份工作，该怎么办？"我们要走出自我限制的思考方式，我来给你举一个典型的案例。那是一个老师，一度也是苦苦挣扎，他工资很低，日子过得很艰难。但是因为他对教学的热爱和他想帮助更多学生的渴望，他找到了一个方法，让他既能够为学生增加更多的价值，又能够赚到更多的钱，比大多数老师梦想的还要多。真正限制我们收入水平的，从来不是我们的工作，而是我们的创意，我们的专注，我们的贡献。

## 创意、贡献和比摇滚明星还红的韩国中学老师

你有没有遇到过一个教三年级学生的老师，他启发你尝试一些新的东西，或者遇到过一个教八年级学生的老师，他相信你的前途不可限量？你知道一个行为榜样对一个孩子一生的影响有多大吗？我们的老师就是我们最大的财富，但是老师这个职业很容易被低估，老师的薪酬也是很少的。那么，如果你是一位老师或者有份类似老师这样的低薪酬工作，上升空间有限，你能怎么办？作为一个老师，你如何给教室里30多个学生增加更多的价值？有没有一种方式，你能够给成千上万甚至上百万名学生增加更多的价值？

有很多学校的老师都会这样想："我做我热爱的教师工作，就绝对不会赚到足够多的钱，以实现财务自由。"大家普遍认同我们这个社会赋予老师

的价值低于老师按照贡献应该从社会得到的价值。但是我们现在知道，这种自我限制的想法也压抑了大多数的老师。金基勋是韩国的一位中学老师，他拒绝接受这种社会普遍认为的当老师肯定赚不了大钱的说法。

和大多数老师不同，金基勋在韩国非常有名，他就像一个摇滚明星。他是韩国最成功的老师之一。他怎么会变得如此成功？他加倍努力地提升自己，提高自己的教学能力。

60多年前，《华尔街日报》报道，韩国人大多数都是文盲。韩国政府认识到需要采取大刀阔斧的大规模行动，提高国民文化教育水平。现在，老师受到政府鼓励，他们持续不断地研究、创新。他们在教授同一个班级时，每天都会运用不同的教学方法。教育部门指导学校的老师要互相学习、互相指导——寻找最好的教学方法，来给学生增加更多的价值。结果是什么？现在韩国15岁的青少年阅读水平全球排名第二，毕业率高达93%，而美国只有77%。

金基勋也以优秀的老师为榜样，让自己的教学水平突飞猛进。他花了非常多的时间，分析了不同课程中最好的老师，研究了他们的教学模式，学习如何教学生能让学生的成绩实现突破。他发现了一种方法能帮助他的学生学得更快，更好，变得更聪明——他不仅教在教室里听他讲课的学生，还教整个国家的学生。他想：为什么我只专注于教教室里的30多个学生？为什么不尽我所能地帮助尽可能多的学生？利用网络科技，他意识到，他可以把自己讲的课程放到网上，让每个人都能看到他讲课的视频，让每个人都能体验到他对教学和学习的激情。

现在金基勋一周要工作60多个小时，但是其中只有3个小时花在讲课上。其余57个小时，他都用来研究、创新、开发课程，并回复学生们的提问，对他们进行辅导。“我工作越努力，我做出来的东西就越多。”他说。金基勋极其努力地工作，让自己变得更好，能为听他讲课的学生服务得更好。金基勋录下来他的讲课过程，并把它做成视频，放到网上传播，学生们可以在线听课，一小时只用花4美元。他怎么知道这样做行得通？他怎么知道自己能给学生增加比其他任何老师都更多的价值？市场总会告诉你，你的真正价值是多少，金钱不会说谎。猜一猜，有多少人买了他的课程？2013年金基勋的年收入超过400万美元，金基勋通过网络课程和网络辅导提供的价值越多，登录网站观看课程的学生人数就越多。上网听课的学生越多，就意味着金基勋赚的钱越多——不是很多，而是越来越多。

一个老师，一年能挣400万美元。和你知道的最好的老师相比，金基勋的收入要高多少呢？金基勋老师的故事突破了传统的观念：我们的职业限制了我们的收入。金基勋在韩国无疑属于金字塔顶端的那1%的高收入人群，这并不是因为他很幸运，也不是因为他正好在合适的时间出现在了合

适的地点，更不是因为他选择的职业的薪酬非常优厚。金基勋当老师能成为超级富豪，跻身韩国财富金字塔顶端1%的人群，是因为他从来没有停止学习，从来没有停止成长，从来没有停止在自己身上投资，他不断地让自己变得更好。

## 终极多任务工作者

但是，你如果不是企业家，该怎么办？如果你根本没有兴趣干一番事业呢？如果你是在一家美国的企业工作，甚至是在一家很小的企业工作，你是不是还能找出一条路，来给别人增加更多的价值，提高你的收入潜力？我再来给你讲一个真实的故事。那是一个年轻的普通女子，名叫丹妮拉，她在一家公司的市场营销部门工作，工作岗位是艺术设计，她根本看不到一条清晰的上升通道。但是她很有才华，而且更重要的是，她渴望成长。丹妮拉总是想方设法地做更多的事情，并给予更多，这是她的天性。所以她经常主动帮助同事做一些视觉艺术设计。后来，她希望能够学到更多的市场营销知识，所以她开始研究市场营销，并主动地为同事提供帮助。后来，她发现自己对社交媒体一无所知，但是社交媒体蕴藏的市场机会潜力巨大，于是她决定研究社交媒体。她还是用同样的办法，全靠自己学，自己摸索。

几年过去了，丹妮拉一个人身兼数职，做了很多其他同事分内的工作。时间长了，这些同事忘记了丹妮拉是在帮他们干活，她是出于好心，像是送给那些同事的一份礼物。可是那些同事开始把这当作理所当然的事情，好像这活儿就应该让丹妮拉干一样。这样就形成了一个新现象，一到下午5点钟，尽管有些工作已经到了最后期限，却仍没有干完，只有丹妮拉一个人在加班，因为她的同事都从门口悄悄地溜走了。她也不想在办公室加班到很晚，但是她这个人心软，不愿意让公司和客户失望。很明显，她的那些同事其实是在占丹妮拉的便宜——丹妮拉有动力、有志向、有抱负，愿意多帮忙、多干活儿。但是丹妮拉毕竟没有三头六臂，她已经达到了极限。“我除了干好自己的活儿，还要再干三个人的活儿。”但是，她并没有抱怨，而是拿定主意，“这是个机会，我可以好好利用。”

丹妮拉怎么做的？她去找公司的首席执行官，实话实说：“现在我一个人干着四个人的活儿。我在大学里进修过很多艺术课程，在咱们公司工作这四年里，我又一边工作一边自学了视觉艺术、市场营销、社交媒体。我来找你不是要落井下石，但是我现在能给你节省一半的市场营销成本，减少三个人的工作岗位，他们三个人的活儿我一个人就能干，而且我会干得更好。光说没有用，你不需要马上信我说的话，我来证明给你看。让那三个人继续干原来的本职工作，再干六个月，我做好自己的本职工作，同时也干她们三个人的本职工作，这样你有两份成果，可以做比较，进行选择。

你自己来判断是我一个干得好，还是他们三个人干得好。”

丹妮拉的要求是，6个月后，如果她一个人干的活儿比三个人加在一起干的活还要好，她的老板可以给她付双倍的工资。后来的结果是什么？丹妮拉成功了。她用工作成果证明，自己一人身兼四职完全可以胜任——视觉艺术设计出色，市场营销工作一流，文案写得很棒，社交媒体活动搞得很好。她一个人给公司增加的价值相当于4个人。公司认识到，即使给她一个人付双倍工资，公司也能够节省一半的成本。最终市场证明了一切。

能够让你感到幸福的不仅是占有金钱，让你感到幸福的还有获得成就的快乐，以及创造性工作带来的兴奋。

——富兰克林·罗斯福

## 机会，到处都有

你如何给这个世界增加更多的价值？你如何贡献得更多，赚得更多，影响力更大？有好几百个故事，甚至好几千个故事，讲的都是一个原来很普通的人在看到一个问题时只和其他人有些许不同，并找到了一个办法，然后采取行动，最后改变了整个行业或者创造出全新的市场。这些人并不是天生就是企业家，他们只是像你我这样的普通人，但是他们不愿意将就，不安于现状。在我们生存的这个世界中，所有的事物都是互相影响的，互联网、社交媒体、高科技，地球上的每一个人和每一件事都是互相联系的。这意味着即使是最大的、最成熟或者最稳定的企业，也会突然破产。

请在互联网搜索引擎里输入尼克·伍德曼。

## 乘风破浪

谁能预料到，20世纪主导整个摄影世界的巨无霸企业柯达公司，会在数字成像技术出现以后，走向衰败？要知道是柯达发明了数字成像技术。但是拥有124年经营历史的柯达公司在2012年宣布破产了——这个举动引发了灾难般的涟漪效应，严重影响了纽约州罗切斯特市及其周边的经济发展，超过5万人因此失业。

但是，数字成像技术这个巨大的科技和文化变革，却给一个加利福尼亚州的冲浪高手提供了巨大的机会。这个家伙叫尼克·伍德曼，狂热的冲浪爱好者。他对这项运动的纯粹热爱和投入，加上他强烈的欲望和渴求，让他能够找到一个方法来增加自我价值。

很可能你从来没有听说过伍德曼，但是他有一个非常棒的主意，他把一个

防水的照相机绑在自己的腰上，这样他在冲浪的时候，能够给自己拍照。伍德曼一心想做到的就是找到一种方式，能及时地拍下他的冲浪动作。数码摄像出现之后，他又开始研究摄像机，想看看能不能把它变得更加防水，以拍摄更高质量的视频。利用新技术，他继续改进，最终他发明了极限运动的数字摄像机（GoPro），它体积很小，摄像质量却很高，可以和电视节目媲美，而且只用夹子一夹，就可以把它随身携带到任何地方。

这个很酷的小玩意，现在全世界极限运动的爱好者几乎人手一个。不管你玩的是自行车、漂流、滑板滑雪，还是冲浪，GoPro都让你能够抓住血脉偾张的神奇时刻，并分享给你所爱的每一个人。伍德曼推出GoPro运动摄像机的时机简直棒极了。他开始推销GoPro的时候，正赶上人们蜂拥地将自己的视频传到视频网站YouTube或者脸书网的时尚风潮。他创造了一个自己都很想用的产品，他觉得自己肯定不是唯一一个需要用这个东西的人。伍德曼弄清楚了如何给数百万名运动爱好者增加价值的方法，那就是让高科技更加方便、更加有趣、更加便宜。最终，伍德曼站到了时代发展潮流的前沿。这种潮流就是不管何时何地何事，人们都能积极主动地进行数字化分享。如果你真的想变得非常富有，一个核心秘密是，要站在时代发展潮流的前沿。现在这个来自加利福尼亚州圣迭戈的冲浪高手，身家超过了10亿美元。

## 一个新的“类型”诞生了

2010年，马特·劳尔邀请我参加了一场特别的圆桌会议，讨论美国经济的发展趋势。会上，我遇到了沃伦·巴菲特和全世界白手起家的最年轻的女性亿万富豪——萨拉·布雷克里。能有机会与沃伦·巴菲特一起讨论经济，已经是非常难得的了，我更没有想到的是，萨拉的故事完全让我折服了。

萨拉没有摧毁一个行业，而是创造出了一个全新的行业。她原来在迪士尼乐园工作。有一天，她准备参加派对，在换衣服时发现，自己找不到合适的内裤来搭配她那条紧身的白色裤子。她不愿意选择什么内衣也不穿，于是决定自己动手来解决问题。她手头没有缝纫工具，只有一把剪刀。于是她把连裤袜的包腿部分剪掉，瞧，一个新行业就这样诞生了。

当然，这不是一夜之间发生的事情，也不是很容易就能发生的。萨拉和我分享了一个她最重要的成功秘密：从很小的时候，她的父亲就积极地鼓励她“失败”，但是父亲定义的失败不是没能取得一个成果，而是不敢去尝试。吃晚饭的时候，父亲会问她：“今天失败过吗？”如果她今天真的失败了，也就是勇敢尝试过，父亲会相当地兴奋和激动，因为他知道这意味着孩子正在通向成功的道路上——失败是成功之母。“托尼，这治好了我害怕失败不敢尝试的毛病。”萨拉这样告诉我。

萨拉原来做过一份根本没有前途的办公用品销售工作，因此也没有很多积蓄。这一次，她拿出了自己的所有积蓄，一共5000美元，想要发明一种内衣。“我至少听到过1000次‘不行’。”她说。但她并没有听从别人的劝告。除了她投入的5000美元以外，她还省下来3000美元的律师费（其实她根本没有这么多钱）——她自己从教科书上抄了一份专利申请。

最终，她创建的公司Spanx（美国知名内衣品牌）创造了一个全新类型的产品，它被称为“塑身内衣”，引发了全世界女性的狂热追捧。按照我妻子的说法，穿上Spanx塑身内衣能把你的每一小块赘肉都装进去，你的腰围马上会小3英寸[1]。

著名主持人奥普拉·温弗瑞穿了这个品牌的内衣之后，在节目上说Spanx是她最爱的内衣企业。Spanx内衣马上销量大增，公司从一家小企业变成了一个轰动全球的品牌企业。现在Spanx公司的价值超过10亿美元，这个品牌旗下的产品超过200种。除了帮助女士看起来更美外，它也让她们感觉更美。萨拉天生是个乐观派，并且想把她的品牌魔力施加到我的身上：她想让我穿上一套她新推出的Spanx男士塑身内衣，当时我们俩正在《今日秀》上做节目。我向萨拉表示感谢，委婉地说，她非常了解女性内衣市场，但她可能对男性内衣市场的了解相对少一些。但萨拉勇敢创业的经历还是让我很受启发。最终Spanx男士内衣也大获成功——多亏她没有听从我的建议。现在萨拉·布雷克里百分之百地拥有Spanx公司，而且公司负债为零，从未接受过外部投资。2012年，美国《时代》杂志评选萨拉为“全世界100个最具影响力的人物”之一。

萨拉像尼克·伍德曼一样，在看到一种需求后，就采取行动满足这种需求。她拒绝接受自己过去的故事的限制，不断寻找办法来增加自我价值。

你也可以做到！你并不需要创办一家价值超过10亿美元的大公司，影响整个行业，你也不需要当个老师在网上播放讲课视频，每年赚上400万美元，你甚至不用一个人身兼数职。但是如果这些人能够想到办法赚得更多，那么你也能找到办法，每个月额外赚上500美元或者1000美元。也许，你可以一年多赚20000美元、50000美元，甚至100000美元。你能弄清楚如何释放自己内在的创造力，专注于为市场增加更多的价值，然后把你多赚的钱转入你的财务自由基金。你能做到。现在就是开始去干的时候了……

找到一种方法，多赚500美元或者多省出500美元，你一年就多6000美元。如果每年可以得到8%的投资收益率，这样持续长期投资40年，你最后就会得到150万美元——还记得我们前面讲的不外出吃饭，订比萨外卖省钱的案例吗？如果你找到一个办法，每个月存上1000美元，相当于一年存1.2万美元，每年投资收益率为8%，这样持续坚持40年，你最后就能积

累300万美元。如果你找到一个办法，每个月存3000美元，一年就能存3.6万美元，每年投资收益率为8%，这样持续40年，你最后就能积累900万美元的养老金。你看明白了吗？去增加价值，去赚得更多，把你赚来的钱做投资，你就可以创造出你真正渴望的那种层次的财务自由。

---

[1]1英寸＝2.54厘米。——编者注

# 第19章 加速财富积累第3招：减少费用，减少纳税

把你口袋里的钱拿走，我们有的是办法。

——建议美国国税局挂在墙上的格言

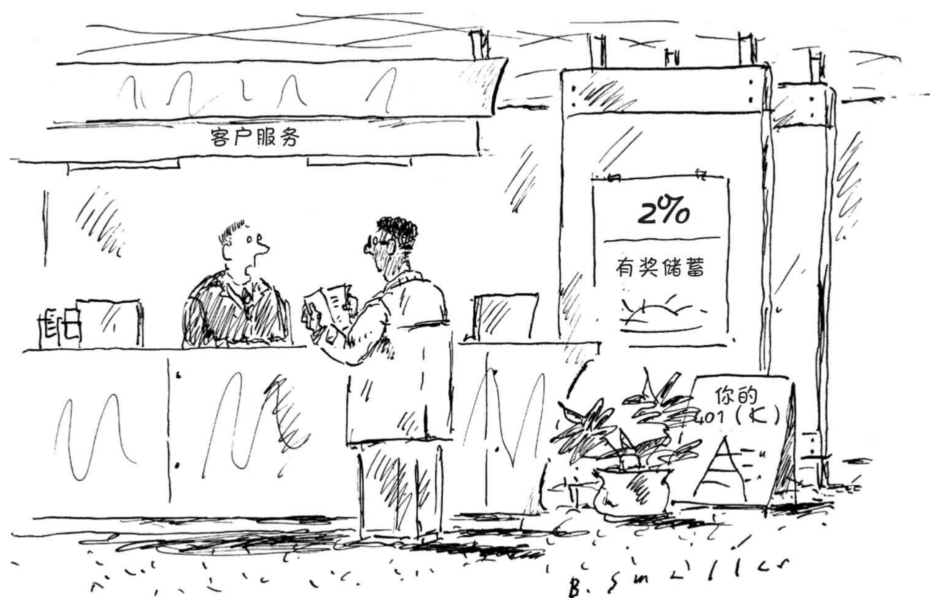
你必须纳税，但是没有法律让你多付小费。

——摩根士丹利公司的广告

现在你唱着摇滚——你正在奔向财务自由的大道上加速前进，因为你现在存的钱更多，赚的钱也更多了！还要做别的事吗？这些还不够吗？事实上，不够。你现在是内行了。你知道，最重要的不是你赚了多少钱，最重要的是你能留下来多少钱，装进你口袋里的才是你的钱。加速财富积累的第3招是，从你的投资中得到更多钱，办法是减少你的费用和税收，然后再把省下的这些费用和税款拿去做投资，这样你的投资更多，赚的钱自然也会更多。

还记得我们在第7章中提到的案例吗？3个从小玩到大的小伙伴，在35岁的时候，他们都投资了10万美元，投资收益率都是每年7%，但是每个人承担的费用不同，分别是1%、2%、3%。日积月累，复利效应造成了他们最终积累的财富相差几十万美元。泰勒付的费率只有1%，杰森付的费率是3%，但两个人积累的财富相差1倍。杰森的投资增值到574349美元，但是扣除费用之后真正拿到手的钱只有324340美元。

记住，公募基金这些隐藏的费率平均达到了3.17%，简直高得离谱。那么持有一只高成本、高费率的公募基金，与持有一只低成本的指数基金相比，你多付的费用相当于你工作十年所积累的财富。这明显会拖累你奔向财务自由的前进速度。学术研究表明，那些收取很高费用的公募基金，其业绩几乎很少能跑赢市场平均水平。你付了很高的费用，已经受到了伤害，却连市场平均业绩水平也达不到，你又受到了侮辱。你可真惨。




这些费用是用来解释为什么要收取你那些费用的

图19–1

所以，要远离那些过度征收的费用，兄弟姐妹们，快逃吧。找到低成本的指数基金来投资，一定要记住约翰·博格的警告，他向我们证明了支付过高的费用，会吃掉你未来投资收益的50%～70%。投资秘诀很简单：节省你的费用，用这些省下来的钱做投资，享受复利增长。节省费用这个策略是另一条通向财务自由的快车道。

和基金的费用相比，吞噬你储蓄更多的是什么？相关调查表明是税费。

在我们的生命历程里，平均而言，每个美国人要把自己收入的一半，甚至更多，拿来支付各种各样的税，比如所得税、财产税、销售税、加油税，等等。（按照很多专家的估计，现在美国人平均每一美元的收入，就要拿出54.25美分交税。）山姆大叔（美国政府），你好狠。别急，我还没有说完，让你花钱的还有费用。

税务局从你的收入中拿走54.25%之后，你挣的每一美元还要再拿出来17.25%来付贷款利息和基金费用。买车用车贷，买房用房贷，购物刷信用卡，上学用学生贷款，你花钱很方便，但你到处欠债。2014年美国平均每个家庭的信用卡债务超过1.5万美元，学生贷款超过3.3万美元，房产抵押贷款超过15万美元。从美国国家层面来看，美国人已经完全淹没在债务

里了。

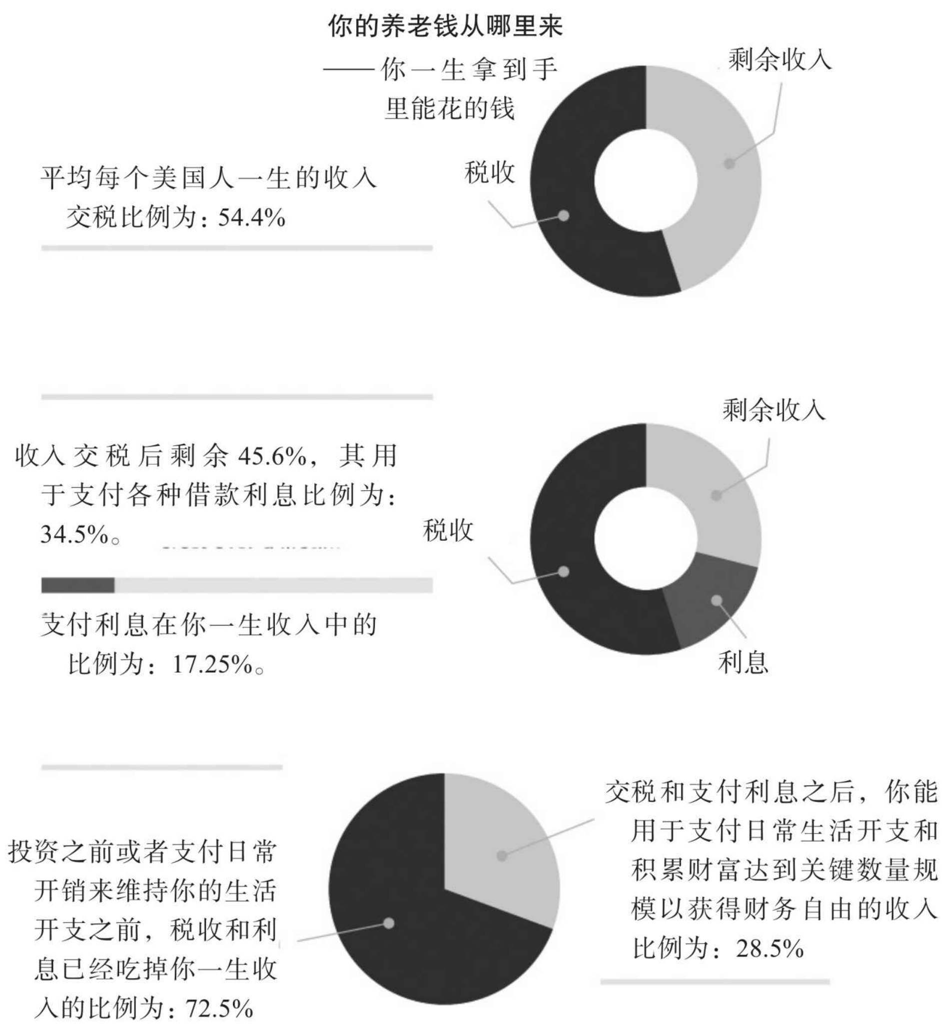



图19–2

事实上，平均而言，你的税后收入约有1/3会花在支付利息上。

这样纳税又支付利息之后，你辛辛苦苦挣的钱只剩下原来的28.5%。你要用这笔钱支付生活中的其他各项开支：食物、衣服、教育、住房、健康医疗、旅行、娱乐，还有那些你在商场里或者亚马逊上看到的、一时冲动想要购买的各种东西！你还要找到办法，拿出来一些钱储蓄起来做投资，以

积累财富，获得财务自由，或者至少是能让你退休后获得某种形式的稳定收入。

要把你的税收变得更加高效，你就要找到一种方法把你交出去的税（占你年收入的54%）拿回来一些，让你辛辛苦苦赚的钱，能留在自己口袋里的更多一些。这些钱你可以拿去投资，实现复利增长，以更快地获得自己想要的财务自由。

事实上，如果你的年收入很高，而且住在一个所得税很高的地区，像加利福尼亚州（我过去就一直住在那里），那么你要交的所有税费（包括利息收入税、投资收益税、工资收入税等），加到一起会高达62%。这意味着除非你有一个高效的节税策略，否则每挣到1美元，你只能留给自己0.38美元。

你有义务交纳你应该交的税，但你根本不必要多交一分钱的税。事实上，这是你作为一个公民的权利，只交该交的税款，此外不多交一分钱的税款。不要支付超过你需要支付的税款，正如比林斯·勒恩德·汉德——美国有史以来影响力很大的法官之一——所说的那样：

任何人都可以安排好自己的事务，好让自己交的税尽可能低。任何人没有义务非要选择那种给美国财政部交税最多的方式，甚至也根本不存在一种爱国的责任来增加人们的税款。美国最高法院一次又一次地说过，安排好自己的事务，让自己交纳尽可能低的税，这不邪恶。每个人都可以这样做，不管是富人还是穷人，所有人这样做都是对的，因为没有人有任何公共责任要多纳税——比法律规定的税还要多。

我觉得汉德大法官说的都是至理名言，照他说的做肯定没错。我认为，按照法律规定，我当然应该一分不少地足额纳税，但除此之外，我根本不应该再多交一分钱的税款，我觉得你也不应该多交一分钱的税款。我持续寻找合乎法律也合乎道德的方法来降低自己所交的税款，尽我最大的努力，充分利用政府的税收优惠政策，让我能在一个免税的环境下积累财富。我从很多投资大师那里学到的是，提高税收效率的意思是，交的税更少是一个最直接有效的办法，它可以缩短我们的致富路程，让我们从现在的财富水平更快地到达我们想要达到的财富水平。

我很骄傲，我在美国向美国政府纳税。我同样骄傲的是，只交一半的税。

——阿瑟·戈弗雷

我要先说清楚我是一个爱国者。我爱美国。我是“美国梦”的几百万个好榜样之一，而且我很高兴（也许应该说不是很高兴，而是很骄傲）交了我该

交的税。我每年都要交好几百万美元的税款，我交的税款甚至比我以前梦到的钱还要多。但是我从戴维·斯文森那里知道，只有三种力量能够帮助你取得最高的投资回报：

1.资产配置

2.分散投资

3.税收效率

当然，戴维管理经营的是一个非营利组织，能够享受很多免税的优惠政策，这对他减少纳税很有帮助。但是对于我们大多数人来说，即使按照现在的税法，你也有办法让自己的投资收益最大化，让自己的纳税最小化。

金钱威力法则4：税收效率是最简单的方法之一，能够持续提高你的投资组合的真正收益率，即税后净收益率。税收效率越高，税后净收入越多，实现财务自由的速度越快。

（敬告读者：如果你一听我谈到纳税，你的脑子就犯糊涂，我很理解！请你马上停止阅读这一章，赶紧跳到下一章，好让你不会失去那股冲劲。但是，一定要安排一段时间，坐下来跟你的受托人投资顾问谈一谈，或者找个税收问题专家，学习了解如何让你的投资达到最高的税收效率。你如果愿意做这件事，接下来几页的内容提供了一些简单的减税、免税的好办法。如果能理解，你就能够留住自己大部分的投资收益，更快地实现你的财务梦想。）

## 挑选你的税种

如果你意识到，只要掌握一小部分纳税的知识，就能让你少交很多税，让你再也不是一个“税盲”——节省30%的所得税，你会怎么办？少交这么多税，能让你实现财务目标的时间提前多少年？

作为投资者，你必须密切关注以下三类税收：

1.普通的收入所得税

如上所述，如果你属于高收入者，那么你的美国联邦所得税和州所得税加在一起要接近或超过50%。

2.长期资本利得税

这个税适用于你持有时间超过一年之后才卖出的投资，按照投资收益来征

税，税率只有20%。

3.短期资本利得税

这个税适用于投资持有时间没有达到持有的最低年限——一年，按照投资收益来征收，现在这个税率和普通的收入所得税一样高，接近或超过50%。我的天哪！

既然你已经知道了复利的力量，我敢肯定你也意识到了你的税率是50%，和税率20%相比，长期按复利积累下来，50%的税率从你的投资收益中拿走的钱会更多，这导致你达到自己的财务目标的时间差别会很大。低税率可能让你提前十年达到你的财务目标，高税率可能让你永远无法达到你的财务目标。

想要了解不同税率的实际影响有多大吗？

●如果你持有的公募基金总体投资收益率为8%，你付的费率平均为3%——让我们假设是2%，保守一点儿估计。

●那么现在你8%的收益减去2%的费用之后，你的收益率是6%。不过，别着急，还要扣税呢。

●如果你属于高收入者，住在加利福尼亚州或纽约州这样所得税相当高的地方，那么你要交的联邦所得税和州所得税加在一起要50%。你扣费后6%的投资收益，还要交50%的所得税，这样再扣税后的投资净收益率只有近3%。

记住，你能花的钱只能是你留到自己口袋里的钱。如果你的投资只能获得3%的净收益率，那么你要花24年才能让你的投资翻倍。

如果你投资相同的金额，但是投资的基金不是主动管理型公募基金，而是被动管理型指数基金，你得到的也是8%的投资收益率。但你交给基金公司的费率范围是10～50个基点，即0.1%～0.5%，我们用那个大一点的数字0.5%来计算，只是为了保守一些。这意味着你的投资收益率8%扣除费用之后，你还能得到每年7.5%的扣费后的收益率。但是因为指数基金本身不经常买进、卖出股票，你可以递延交纳所有资本利得税，所以你扣税后的净收益率也是7.5%。这意味着你可以把这些收益再投资，继续利用复利那不可思议的力量。

如果你小心谨慎地管理好你的投资，提高税收效率，并能够长期保持扣税后7.5%的年化收益率，这样就能让你投资翻倍的时间只用9.6年，而不是24年。现在你看明白税收效率和费用效率的重要性有多大了吧？

如何降低你要交的税款，保留更大比例的投资收益，让你的投资能够更快地利用复利增长，从而更快地实现你的财务自由梦想？

●你要确认不管在哪里，你投资用的方式能让你递延纳税［401（k）账户、个人退休金账户、年金、确定领取型计划］，好让你的投资利用复利增长得到的投资收益不用纳税，只有在你卖出投资的时候才要交税。或者创造一个未来免税的环境，办法是用罗斯账户来投资，这样以后所有的投资收益都能免于交税。

●如果你的投资不是在可以税收递延的账户里，也就是说不能享受递延纳税的优惠，那么在你卖出任何一笔投资之前，一定要确认这笔投资至少持有了一年零一天，以确保其符合更低长期资本利得税税率的要求（再说一下，当我写本书的时候，长期资本利得税税率是20%）。

## 还有一件事：小心公募基金

对于大多数人来说，卖房这种事往往十年才发生一两次，你的会计师或者税收专家很容易向你解释明白如何做能够纳税最少。但是让我们来看一看公募基金，它有很大不同。你知道这些公募基金的基金经理每天都在做些什么？他们每天都在交易。他们买卖股票和债券，每天，每个月，每个季度，他们先买进，再卖出。证券行业称之为“周转”。买进卖出次数越多，投资组合周转率越高。

哥伦比亚广播公司（CBS）旗下市场观察网的查理·法雷尔的说法是：“尽管基金公司的市场营销材料都鼓励投资者要买入并长期持有。但是基金经理说的是一套，做的是另一套。他们真正的意思是，你要买入他们的基金并长期持有，而他们拿了你的钱之后，买了又卖，卖了又买，把你的退休金天天倒腾来倒腾去，像个疯子一样。”

专家说，大部分公募基金被买入后的持有时间都不满一整年。为什么你要买这种公募基金？难道你指望经理们这样的短线交易能够创造出更好的业绩吗？你知道这意味着什么？除非你持有这些基金是用你的401（k）账户，不然的话，基金经理的任何投资利得，一般都要让你来支付他们的收入所得税。[1]

简而言之，很大的可能是，你正在被征收35%、45%、50%，甚至更高的个人收入所得税，这取决于你住在哪个州和你的收入水平。所有这些税都要由你来交，尽管你根本没有卖掉你的公募基金，没有实现投资收益。真冤！所以，你购买并持有公募基金，并不能保证你所有的资本利得，让它们继续按照复利增值，把所有税收递延到最后卖出基金的时候再交，你买这样频繁交易的股票基金，其实是你要为这些短期的资本利得交很高的所

得税，给你的投资复利增值能力造成毁灭性的打击。如果你明白税收效率的话，这本来是可以避免的。

甚至如果你的401（k）和个人退休金账户缴费已经达到规模上限了，你还可以用另外一种方式来投资，而且能递延纳税。指数基金并不经常交易个股，它们一般会按照一个固定的股票篮子（即指数成分股）来长期持有这些公司的股票，唯一的变化就是这个指数基金追踪的指数调整了成分股——这种事情非常少见，一年一般一两次，而且一般只调整几只股票。

结果，如果你投资一只指数基金很长时间，那么你每年就不会被税收吞掉一大部分投资收益。相反，你能把税收递延到最后卖出的时候才交，因为你什么东西都没有卖出，没有实现任何投资收益，所以你不用交资本利得税了。这些投资收益能够一直留在基金里，持续按照复利增值，创造财富给基金的持有人——就是你！

你的受托人投资顾问或者一个税收专家，能够帮助你明白所有这些降低纳税的方法，让你的财务自由基金投资可以创造出更高的税后净收益，让你的复利增值过程的时间长度最大化。要知道，这能够节省你好多年甚至十多年的财富积累时间，让你更早地获得财务自由。

最后，再教你一个节税策略，你会在后面的内容中学到：这是经美国税务局批准的一种方法，可以让你大幅降低纳税额，因为这能让你的投资按复利增长，帮助你保留所有的投资收益，而且完全免税。这样做能让你更早地达到你的财务目标，比你原来预想要花费的时间提早1/4～1/2的时间，而且你根本不用为此多承担任何投资风险！

你是不是对我说的很有兴趣？我希望是。因为这是你的钱，这些钱决定着你的人生！不要让任何人拿走你的钱或者浪费你的钱！那么现在已经有了进入快车道的三条投资策略，它们能够加速你的财富积累速度，让你更快地赢得金钱游戏：

1.省的钱更多，把多省出来的这些钱做投资，这样你的投资本金更多。

2.赚的钱更多（为别人增加更多价值），把多赚的钱拿去投资，让你的投资本金更多。

3.减少费用和税收，把省下来的钱做投资，让你的投资本金更多。

现在你可以再加把油，快来看看，有一些方法可以进一步提高你的投资收益……

---

[1]不过，在某种情况下，投资收益可能是长期的，因为基金已经拥有这些头寸一段时间了。

# 第20章 加速财富积累第4招：获得更高收益率，加速冲向胜利

如果准备好了，你知道这件事需要你付出什么，那么这就不是冒险行为，你只需要弄清楚如何到达那里。总会有一条路能够到达那里的。

——马克·库班

你如何能得到更高的投资收益率，同时还能降低风险？大多数人认为，要想得到高收益，就必须承担高风险。但是那些最伟大的投资者都知道，事情根本不是这样的。还记得吗？我们前面提过凯尔·巴斯愤怒地驳斥了那种高风险高收益的说法，正确的投资方法应该叫作风险—收益不对称。

风险—收益不对称，这个专业术语听起来很玄乎，其实概念很简单。怎么解释？凯尔·巴斯把3000万美元变成了20亿美元，靠的就是找到了风险—收益不对称的投资机会，他只冒了3美分的风险，就有机会赚到1美元的收益。按照他的投资规模，更准确地说是，他承受亏损300万美元的下行风险，就有机会获得1亿美元的上行收益——后来他的投资规模更大了，承受3000万美元的下行风险，就有机会获得10亿美元的上行收益。还记得凯尔·巴斯怎么教儿子买美国5美分硬币做无风险投资吗？这笔交易，上行的空间（收益）明显大于下行空间（风险），风险—收益是不对称的。

保罗·都铎·琼斯的伟大成就之一是，他知道自己可能会出错，也可能成功，因为他用风险—收益不对称来指导自己的投资决策，他总是寻找他所谓的5：1公式——他冒的风险是损失1美元，他相信自己能赚到5美元。

保罗愿意冒损失100万美元的风险，只要他的研究表明自己有可能赚到500万美元。当然他可能是错的。但是如果他运用同样的5：1公式去做第二笔投资，而且他成功了，他就会赚到500万美元，减去他第一笔投资亏损的100万美元，两笔投资合在一起给他带来的净收益是400万美元。

应用这个公式持续不断地投资，就是利用风险—收益不对称的机会。即使保罗在5笔投资中有4笔投资都出错了，但是总体来讲，他还是能够盈亏平衡的。历史上最伟大的投资者都知道如何让投资收益最大化——他们知道如何来设置这个游戏让自己能赢。

第六部分有我和保罗的交流内容，能让你进一步学习了解保罗的投资之道。他会分享他的“价值10万美元的工商管理硕士课程”，还会分享他学会的关于投资最重要的经验，其中之一就是，如何让你错了还照样能赢！

所以，获得更高投资收益有很多条道路，风险—收益不对称是第一条路。第二条路是资产配置。后面，你会学到更多关于资产配置的知识，但是现在你只要知道资产配置的秘诀就行了。做房地产的人一定要知道：地段，地段，还是地段。同样，做投资，要获得更高的投资收益率，同时又要降低风险，有一句神奇的魔咒是：分散，分散，还是分散。有效的分散投资，不但能够降低你的风险，而且能提供机会把收益最大化。

每一个投资专业人士都认同，资产配置是决定最终投资收益的关键因素，我交流过的全世界最优秀的投资专业人士都这样认为。资产配置是最重要的投资技能，但大多数投资者对资产配置几乎一无所知。所以在第22章中，你会了解到资产配置的巨大威力，学习如何具体地进行资产配置，从中得到巨大的好处，既降低风险又提高收益，来让你和你的家庭终身受益。除此之外，你还会看到世界上最成功的投资大师的独特的资产配置方案明细，这可是他们持续创造最高投资业绩的秘方。

是的，你确实知道了自己能够像样地模仿世界上最成功投资大师的具体投资策略，你能看到瑞·达利欧的资产配置清单明细！显然，过去的业绩并不能保证未来的业绩，但是你要模仿的这位大师是有史以来最伟大的投资大师，他一直专注于给你创造最高的投资业绩，而你只需要承担最小的投资风险。瑞·达利欧一直在评估各种类型的股市行情，他找到了过去20年里的最佳资产配置比例。瑞·达利欧管理的资产规模超过1600亿美元，最近22年只有3年发生亏损，其余19年全部赢利。读了本书之后，你就会学到一种策略——建立在瑞·达利欧开创性的投资策略之上，那是他专门为世界上最有钱的个人、机构、政府所设计的。

## 你能够跑多快？

有一点特别明显，我们都喜欢更好的投资回报。但是不太明显的是，按照你的投资期限来看，由更好的投资业绩累计形成的影响力。有个“72法则”可以帮助你来做估算，就是说，72除以你的投资收益率就是你的投资翻倍所需要的年数。比如你的投资收益率是1%，72除以1等于72，你需要72年才能让你的投资本金翻倍。所以如果你用10000美元投资，利用复利的收益率是1%，那么你可能活不到你的资金翻倍的那一天。你要把这个投资翻倍期限缩小一半，办法是让你的收益率提高1倍，达到2%。你要再把投资翻倍时间减少一半，就是要把你的投资收益率再提高1倍，达到4%。那么10%的投资收益率和4%的投资收益率，投资翻倍的时间差别有多么大？10%的投资收益率经过7.2年就能投资翻倍，而4%的投资收益率要经过18年才能让投资翻倍。如果你想大幅改变你的计划，快速实现财务自由，只用7年多而不是用18年，只要把投资收益率从4%提高到10%，你就能做到！同样的道理，你可以只用14年而不是用36年来实现财务自由。

这都是有可能达到的，你只要学会如何创造更好的收益率就行了。最重要的事情是，获得更好的投资收益，而不用冒更大的风险。你要尽可能地寻找这样的风险—收益不对称的投资机会，所有伟大的投资者都和你一样在寻找这样的机会。这种投资机会捉摸不定，难以找到，但是它确实存在。正是这种方式，能够加速你实现财务梦想的步伐。（查看以下表格，看一看你的投资翻倍时间有多快或者有多慢。）

你的下一个问题可能是：我到哪里寻找自己的风险—收益不对称的投资机会？有时它们会突然出现在最不可能出现的地方。对于我来说，也许是因为我是在南加利福尼亚州长大的，我总相信，一定要把房地产包括在内，房地产是我的投资组合中一个核心的组成部分。如果你打开新闻频道，你很难不注意到，一场人口结构的转变正在美国这个国家发生，每天有10000个人年满65周岁，也就是说，每天都会增加10000名退休老人。婴儿潮世代正在相继退休（本书写作时间是2014年）。我内心深处一直有个想法：找到一个办法，把我的一些资金用于建造更大的适合老年人使用的住宅，提供给步入退休生活的人使用。与此同时，这也能给我提供一笔不错的投资回报。但是，我一直没有付诸行动，直到有一天我去看望了我妻子的祖母，她住在加拿大温哥华。这让我把过去零散的想法联系起来了，有了未来投资退休养老社区的实际操作思路。

表20–1 按照不同收益率实现投资价值翻倍所需要的年数

| 投资收益率 | 投资翻倍所需要年数 |
|---|---|
| 25% | 2.88 |
| 20% | 3.60 |
| 19% | 3.80 |
| 18% | 4.00 |
| 17% | 4.20 |
| 16% | 4.50 |
| 15% | 4.80 |
| 14% | 5.10 |

（续表）

| 投资收益率 | 投资翻倍所需要年数 |
|---|---|
| 13% | 5.50 |
| 12% | 6.00 |
| 11% | 6.50 |
| 10% | 7.20 |
| 9% | 8.00 |
| 8% | 9.00 |
| 7% | 10.20 |
| 6% | 12.00 |
| 5% | 14.40 |
| 4% | 18.00 |
| 3% | 24.00 |
| 2% | 36.00 |
| 1% | 72.00 |

我的妻子邦妮·珀尔是我的贤内助，她是我一生的挚爱。她的家人就是我的家人，她的祖母希尔达，我非常爱她。希尔达奶奶在结婚58年之后，她的丈夫去世了，我们都看到她很痛苦。此后十年里，希尔达奶奶每天晚上都一直哭到半夜。她一个人过日子，很骄傲，很独立，但是她内心也很痛苦，很孤独，一直想念她的人生伴侣。我们不忍心把希尔达奶奶一个人丢

在家里，但是她的阿尔茨海默病越来越严重了，我的岳母莎伦决定给她找一个新家住，这样她能得到最好的护理。

我们听说，有些退休养老社区非常棒，几个星期之后，我岳母莎伦终于找到了一个理想的社区，那里简直可以和著名的五星级连锁酒店四季酒店媲美。我一直说，我都想待在那里。我可是很挑剔的，很少夸赞一个地方。

希尔达奶奶搬到她的新家之后，你猜猜发生了什么？她搬进了一个漂亮的新公寓，那里配有现代化的康乐设施和24小时的看护。这都不用你说，大家都知道。但这只是冰山一角。更令人震惊的是，她开始了人生第二春！88岁的希尔达老奶奶变成了一个全新的女人，她又开始恋爱了。一个92岁的意大利老帅哥赢得了她的芳心。（“我不让他把手伸到我的衬衫里，但那个家伙总是想要这样做。”她一边说，一边做个鬼脸。）他们一起度过了4年的美好时光，最后这个老帅哥上了天堂。我可不是开玩笑，就在这位意大利帅哥的葬礼上，希尔达奶奶碰到了下一个情郎。希尔达奶奶在这个新家度过了人生的最后十年，她充满了快乐，生活质量很高。她做梦也想不到自己又一次找到了幸福、快乐、爱情、友谊。她根本没有想到自己人生的最后一程会如此精彩。这也提醒我们，爱是最终极的财富。爱情的出现总是出人意料，任何时间，任何地点，它都有可能发生，而且爱情什么时候来都不晚。

希尔达奶奶的故事让我一下子打开了思路，我真正地认识到，退休养老社区能够做到服务人员工作高效，而且环境优美，就像希尔达奶奶住的那样。它肯定会有实实在在的需求。我怎么能找到这样的投资机会？很明显，随意走进一户人家，问他们是否接受和养老住宅相关的投资，这不是最有效的策略。于是我去找我的私人投资理财顾问——堡垒投资理财公司的阿杰伊·古普塔。我告诉他，我相信养老住宅的需求很大，我想要寻找这样的机会。结果，他帮我找到了。这个投资机会既能够让我得到很好的投资回报，符合我的价值观和信念，又是市场上一个越来越明显的发展趋势。很多专家把这个类型的投资机会称为“人口结构不可避免的发展趋势”，因为75岁以上的老年人口数量从2010年到2030年将会增长84%，养老住宅的需求将会远远大于供给。

我的私人投资顾问阿杰伊·古普塔发现了一家投资公司，它由一个杰出的企业家来经营管理，专门建造、投资、管理高端养老住宅。他白手起家，把这家企业打造成了价值30亿美元的大型企业。他寻找合适的地理位置，自己投入一半的资金，其余所需资金向其他投资者募集。我跟着他做投资，作为交换，我能够得到以下好处：我能够优先分配利润（每个月支付给我红利），投资收益率按照养老住宅的盈利情况变化。每年发放红利的投资收益率范围为6%~8%，而且因为这是房地产投资，所以我可以得到折旧扣税的优惠，这意味着在整个投资分红期间，我都不用为此支付所得税。

除此之外，我还拥有这个房地产的一小部分产权，长期而言，我相信，它肯定会增值。这个投资团体会制定一个投资退出策略，当最终卖掉这个养老住宅的时候，我也可以参加利润分成。我要说清楚，这是一种特殊的投资，只限于合规投资者，而且要符合特定的财富收入标准。但是不要为此过于焦虑。对于那些不属于合规投资者的个人投资者来说，他们可以购买在市场上公开交易的房地产投资信托基金，它类似于封闭式证券投资基金。房地产投资信托基金只专注于在美国持有一篮子的房地产项目，主要靠收取租金。这类房地产投资信托基金可以在市场上随意购买，就在我写本书的时候（2014年），最低的基金价格只要每份25美元，而且每个季度都会分红。做好你的功课，找一个受托人投资顾问，帮你找到最好的投资选择。

如果养老住宅投资超出了你的能力范围，那么另一个房地产投资策略就是把你的钱借出去，像买债券一样，有第一顺位抵押担保。在资产配置那一章我会详细介绍一个案例，告诉你那些需要钱的投资者，如何用高利率把你的钱用作短期贷款贷出去。比如，一年期贷款，利率为8%~10%，你得到第一顺位抵押作为担保。如果操作得当，你可以贷款给一套价值比贷款金额高出1倍的房子，比如，贷出去5万美元，抵押物是一套价值10万美元的房子，或者贷出去50万美元，抵押物是一套价值100万美元的房子。即使这套抵押的房产跌价50%，你还能照样收回本金。其他人贷款给别人只能得到3%~4%的投资收益率，你这样操作就能够得到8%~10%的投资收益率。

一旦你开始充满激情，专注于存的更多，赚的更多，减少费用和纳税，找到机会获得更高的投资收益率并承受更低的风险，你就会震惊地发现，自己竟然能够找到那么多新的投资机会。再说一次，一个优秀的受托人投资顾问不仅会指导你，而且会帮助你找到理想的投资机会——神奇的风险—收益不对称的机会，这是所有成功的投资者都在寻找的投资良机。

好了，我们将要进入这部分的最后冲刺阶段了。这最后一步会大幅提高你的前进速度，让你能更快地实现你最重要的财务目标。此外，这最后一步让你去梦想，去探索，而且充满乐趣。你会爱上下面我所讲的内容的。让我们一起去发现……

# 第21章 加速财富积累第5招：改变人生，先改变生活方式，活得更好

我人生中最喜欢的东西，一分钱也不用花。很明显，人生最宝贵的资源，我们每个人都有，那就是时间。

——史蒂夫·乔布斯

如果只用一点儿时间，考虑做出改变，你会做什么？一个很大的改变，比如收拾东西搬家到另外一个城市，搬到科罗拉多州博尔德市，用你现在在纽约或者旧金山支付的租金，你就能够买个很大的房子住。住房，吃饭，纳税，这些生活成本的高低，在很大程度上取决于你住在哪里。美国这个国家，有着无穷无尽的机会，等待着你去探索。为什么不摘掉你的眼罩，哪怕只是一小会儿，考虑一下，如果你住在一个新的城市或者城镇中，生活会是什么样子？

你或者住在美国中西部，在寒冷的冬天里，屁股都要冻僵了，或者住在亚特兰大，夏天酷热难耐，你一年又一年地琢磨着，为什么不搬到另外一个气候宜人的地方住。我从小生长在加利福尼亚州南部，总是感到震惊，竟然有人住在明尼阿波利斯的极地苔原上，或者住在芝加哥极其寒冷的地方。你即使并不关心天气，也会关注自己的生活成本。在美国华盛顿特区买一套房子要上百万美元，而在北卡罗来纳州的首府罗利市，买同档次的房子只需要一小部分钱就够了——在《福布斯》杂志“商业和事业发展最佳城市”排行榜中，这个城市排名第三，更不用提那里的高科技和教育中心了（同时还有非常棒的天气）。或者考虑搬到更近一些的地方。从旧金山搬到圣迭戈，你可以继续待在伟大的加利福尼亚州，这样能把你的住房成本削减32%。

你在投资上更有税收效率是一回事，在生活上更有税收效率是另外一回事。平时你努力想在这里省下来5%，在那里省下来10%。那么如果能够一下子在所有的事情上都省下10%~15%，那该有多好啊！你只要搬到一个生活成本不是那么高的城市或者税率更低的州就行了！考虑一下，这样一搬家，房子租金便宜了，吃饭便宜了，开车加油这些交通费也便宜了，一下子省下来好多钱，让你多出一笔钱去投资，去分享，去捐赠，好好考虑一下吧。只需要一个举动，你就能让自己的年收入一下子增长10%~30%。如果你现在能够储蓄你收入的10%，只需要这样一个举动，你就能储蓄你收入的20%~40%，而且根本不用为此多花一分钱。你的收入储蓄比例一下子提高这么多，会为你的赚钱机器增添好多“火箭燃料”，这将会大大加快你的财富积累速度，让你更快地获得财务自由。

我知道你会说："搬到一个新的城市？你肯定疯了，托尼。我不可能收拾东西，一走了之。我在这个城市有工作，有家庭，有朋友，我已经在达拉斯生活一辈子了。"（或者是西雅图，或者是迈阿密，或者是丹佛。）但是如果你看到，你可以省下来十年的投资生涯，提前十年实现你的财务自由，甚至提前更多年，那么这样做值不值？

一代又一代的美国人都盼望着退休，然后收拾东西，搬到另外一个城市生活，那里气候更温暖，物价更便宜，风景更优美，生活更平静，就像爱达荷州博伊西市，或者南卡罗来纳州西北部的格林维尔，你能呼吸干净的空气，欣赏室外美丽的风景。但是为什么非要等到退休之后再搬过去？为什么不现在就搬到你梦想的地方去居住？为什么不找一个地方来养活你的家庭，那个地方既能降低生活成本，又能提高生活质量？而且这个时候你还很年轻，用省下来的钱做投资，足以为你和你的孩子获得更多的回报。

如果你还是一直摇着头说不行，我也很理解。在这一点上，其实我一直和你有一样的想法，直到最近我才完全改变了这个想法。我在美国加利福尼亚州长大，从来没有想过要搬到别的地方生活。尽管我后来开始到处密集旅行，买了房子，买了度假用地等，它们遍布全世界，但加利福尼亚州一直是我的大本营。

2012年，加利福尼亚州把高收入阶层的个人收入所得税率提高了30%，达到了13.3%。我在加利福尼亚州交纳的个人收入所得税真的花了我很多钱（从历史上来看，加利福尼亚州属于美国个人收入所得税收得最高的州），但现在纳税环境变得更加糟糕了。我的实际税率，扣除美国联邦所得税和州所得税、社会保障、投资税、工资税、奥巴马医保税之后，竟然高达62%。也就是说，我每挣1美元，最后落到自己口袋里的只有0.38美元。只有0.38美元！政府拿走了接近2/3！除此之外，新的州所得税是有追溯效力的，这意味着我已经赚到口袋里的钱，那一年还要按照提高的税率补交所得税。这是在游戏结果出来既成事实后，游戏又改变了游戏规则！这已经达到了我能容忍的极限——这样做简直太离谱了！因为我到处旅游，再加上我有时会住在我在其他地方买的房子里，每年我在加利福尼亚州家里的时间只有90天！只住90天，我就要为此交纳几百万美元的州所得税？加利福尼亚州这个地方我再也待不下去了——我已经受够了。

我一直老老实实地按照规则来比赛，结果这个规则反过来咬了我一口。但是我并没有为自己感到遗憾，而是用我的良心来投票，或者说用我的脚来投票，我应该这样说才对。和其他很多人一样，我和我妻子认识到，加利福尼亚州不再欢迎我们这些高收入者了。于是我们心一横，决定采取行动，找个新的地方居住。（事实上，最近20年，加利福尼亚州流失300多亿美元的个人收入所得税，这些钱都跑到内华达州、亚利桑那州、得克萨斯州、威斯康星州了，这几个州的个人所得税税率低多了。如果你想了解

一下这个转变趋势有多么巨大，有多少人从高税收的州搬到低税收的州，你可以上网查一查。）

我们把这次乔迁之旅变成了一次寻宝之旅，我们看了很多地方，比如，太浩湖另一边的内华达州，我们确实喜欢那里的山脉，四季更替，还有小镇的氛围。我们也去了得克萨斯州的奥斯汀，音乐、能源、高科技混合在一起，让这个社区既充满创新又相互联系，让科技与人文有机地融合在一起。

我们也去看了佛罗里达州，其实有点儿不太情愿，我对佛罗里达州以前根本不了解，只知道那里有鳄鱼和老人，但是这些看法早已经过时了，真实的情况完全不是这样。我们到了佛罗里达州才发现，棕榈滩简直像个天堂。我们用了3个星期到3个州看了88套房子（我告诉你，我是个要么不干要么就大干的家伙），我们在棕榈滩上找到了唯一一栋全新的房子。它占地面积有800平方米，一面是近200英尺的海岸线，另外一面是大西洋沿岸的航道，还有一个50英尺长的游船码头。我感觉又回到了我在斐济的那个居所——简直太棒了。我妻子想要的每一样东西都在附近：世界级的餐馆和购物中心，我们很容易到达东海岸，享受住在一个岛上私密和宁静的环境，而且你就在美国本土。

当然，这个房子很好，价格也很高，比我预算的安家费要高多了。但是有失必有得，佛罗里达州没有州收入所得税，我们原来住的加利福尼亚州收入所得税为13.3%，搬到这里后，州收入所得税为0%。这里还有一个出乎我们意料的优势：我们只靠每年省下来的州所得税，只用6年就可以付清买下这套全新房子的所有花费。你明白了吗？我们付钱购买整套新房用的是我们省下来的税钱，我们是从号称“黄金州”的加利福尼亚州搬到了佛罗里达州，成为这个“阳光州”的居民的。也许你会说我早就应该这么做了，是不是？是的，但是迟做总比不做好。

如果这还不够的话（其实已经足够了），我们大幅提升了生活质量，为此付出的代价却小得多。每天早晨醒来，我都掐一下自己，简直不敢相信，自己能享受如此美妙的气候：气温25摄氏度左右，凉凉的微风从海上吹来，海水简直能把你融化，如此温暖。事实上，我和我妻子简直像福音传教士一般，到处宣扬我们棕榈滩的新家有多么好。我们告诉亲戚和朋友，劝他们也和我们一样搬到棕榈滩。我最小的儿子已经搬过来了。我在这个世界上最好的两位朋友，正在从康涅狄格州和纽约州赶过来的路上，他们来这里住上一段时间，实地体验一下。当然，即使他们决定不搬过来住，我们也会非常高兴地拿出一小部分我们搬到这里居住所节省的税钱，替他们买机票飞到这里，与我们共同享受这里的天堂美景。

所以，不管你是否决定和我们一样搬到佛罗里达州的棕榈滩居住，总会有

一个新的地方能完全满足你的愿望，成为你最理想的居住之地。你并不用非得等到退休再搬到那里居住。从田纳西州的那什维尔到俄勒冈州的波特兰，从缅因州的奥古斯塔到密歇根州的安阿伯，有几百个非常适合生活居住的好地方，而且生活成本很低，年轻人和老人都会喜欢：退休的老人用同样多的退休金可以支撑晚年生活的更多时光，继续享受富足又有益的生活方式；年轻的专业人士在这里可以寻找开创一番事业的良机，或者重新规划未来的事业发展。你也可以认真考虑一下根本不收地方所得税的七个州：阿拉斯加、佛罗里达、内华达、南达科他、得克萨斯、华盛顿、怀俄明，或者试试搬到田纳西州和新罕布什尔州，那两个州只对投资分红和利息收入征税。搬到田纳西州的孟菲斯和那什维尔，你既能欣赏著名的音乐会，又能给你口袋里省下来好多税款。这个主意听起来不错吧？

## 放眼全世界

既然我们开始考虑搬到美国其他的城市生活和工作，为什么不完全跳出条条框框，放开胆子去想象？忘了那种只让你的消费力一下子增长10%~20%的想法吧，再大胆想象一下，如何能够一下子把你的生活成本削减1/3~1/2？不要只是局限于美国，跳出你的思维惯性，想象你飞到半空中，把整个地球转动了一下，看看地球上有哪些非常美丽（生活成本又非常便宜）的地方，你可以搬过去住。只要你能拓展自己的眼界，你就能找到它。

全世界有很多巨大的机会可以改善你的生活方式，同时降低你的生活成本，这些地方物美价廉，风景优美，房价便宜，比如巴厘岛、斐济、乌拉圭、哥斯达黎加。只要你有勇气和自由，勇敢尝试就行！你可以租一个非常棒的公寓，就在阿根廷首都布宜诺斯艾利斯周围的山野里居住，租金只相当于租位于美国的大城市中一个没有电梯的公寓租金的一小部分。你也可以搬到捷克共和国，租一个房间，就在温塞斯拉斯广场附近，在布拉格新城，那里是这个城市的文化中心。

还记得我那个狂爱宝马车的儿子吗？他放弃了那辆很酷的车子，为追求更好的生活方式，他决定想得更大胆一些，梦想有多大，舞台就有多大。他去了哥斯达黎加，待了几天，就完全被那里的奇特文化迷住了。他没想到哥斯达黎加有个讲英语的巨大社区——很多人都是移居过去的，他们发现，住在那里自己的钱能花更长时间，日子过得更富有了，夜生活更加丰富了。哥斯达黎加不仅是一个解压放松的地方，有些大公司还在那里建立了很重要的运营基地——宝洁、亨氏、微软、英特尔，公司名单可以列得很长，这意味着在那里能找到无数的事业发展机会。

生活会是一段奇遇。搞一次旅行，探索一个海外的城市，用一种要移居到

那里的眼光来好好看看这座城市。把你的下一个假期变成一次移居之前进行实地调查的探索之旅，那么最后的终点将是一个新的起点。尝试开始一种全新的生活方式吧。你不需要生活在一个困境之中，天天都做相同的事情。你不需要担心如何赚到房租，如何赚到这个月的生活费，只要你能敞开心胸，愿意做出巨大的改变，脱离你的舒适区，花的钱比过去少60%、70%，甚至80%，你就能更快地实现你的财务自由目标。有了足够的财富，你可以进一步大幅提高你的生活质量。

即使从现在来看，一下子搬家到国外，也有些太激进了。你也可以想一想，这种选择长期来看会怎么样。比如搞个五年规划或者十年规划，甚至是一个几十年后的退休规划。为什么不对这种想法持开放的态度？有一个风景很美丽、生活很舒服、花费很少的地方，等着你去寻找、去发现。这个世界是动态的，不停地变化。你会说，搬家会给孩子造成很坏的影响，这种想法早就过时了。我们现在生活在一个全球化的经济体之中，给孩子一个机会看看外面的世界，学习新的语言，适应新的文化，对于孩子来说会是一个多么令人兴奋的人生体验！你可以和家人一起商量，做出一个共同的决定，给每个人创造更高的生活质量。

生活就像骑自行车。你要保持平衡，就必须一直不停地前进。

——阿尔伯特·爱因斯坦

最终，最重要的是如何更加有效、更加高效地运用你的收入和你的储蓄，加快你通向财务自由的步伐。你可以找到办法来提升你的生活质量，同时减少你的生活成本。这是一种最理想的双赢。总而言之，你能做的最好的投资就是改变你自己和改善你的生活方式。

现在你已经朝着财务自由的目标迈出了三大步。

第一步：你做出了一生最重要的财务决策。

你决定了要成为一个投资者，而不只是一个消费者。你承诺把你的收入拿出一定的比例储蓄起来，投资到你的自由基金里面，你已经把这种储蓄设置成了全自动化模式。

第二步：你已经成了投资内行，清楚地了解了游戏规则。

你粉碎了九大投资迷思，你再也不会被人利用，让人家白白占便宜了。

第三步：你心里有谱了，这个投资游戏你能赢。

●你确确实实地知道，究竟要攒多少钱才能实现你想要的财务安全、财务独立、财务自由。你知道要想成功，必须树立三大目标：短期目标、中期目标、长期目标。

●你已经制定了投资理财规划1.0版和完成这个规划的时间表。你用手机上的应用程序计算出来大概需要多长时间，就可以实现自己全力以赴追求的财务目标。

●你已经掌握了能够加速财富积累的5招。在思想上，你已经开始做头脑风暴，想要找出一些方法，应用这些投资高招，存更多的钱或者赚更多的钱，让你的财务自由基金更快增长。这可以帮你更快地达成你最重视的财务目标。

第三步完成了，那么下一步是什么？第四步将会回答那个很直接的问题，可能这个问题在你的心里纠结很久了："我应该把钱投到哪里？具体做什么投资，能够让上行获利空间最大化，同时使我避免下行风险？"现在是时候做出你一生最重要的投资决策了，现在是时候了解资产配置的巨大威力了……

# 第四部分 做出你一生最重要的投资决策

## 第22章 终极目标清单：资产配置

试探河水有多深，千万不要两只脚都伸进去。

——沃伦·巴菲特

假使你的赚钱机器就要启动了，可万万没想到你的老板突然给你发了1万美元的奖金，或者你突然得到了一笔10万美元的遗产。拿到了钱，你当然非常开心，可是，你用这样一大笔钱干什么？把钱放进你的银行储蓄账户，或者你的个人退休金账户吗？投资几个虚拟的比特币吗？在亿贝上投标一箱精制葡萄酒吗？买上100股苹果公司的股票吗？你把所有的钱都投资到一个地方，还是分散投资呢？

你怎么回答最后这个问题，是决定你财务未来的关键。

资产配置是你一生最重要的投资决策，比你做的任何一项投资决策都重要得多，不管你投资股票、债券、房地产或者其他东西。它的影响有多大？你已经做出了财务决策——自动地从你的收入中拿出一定比例用于投资来获得复利收益，这让你进入投资游戏。但是，一旦你决定进入这个投资游戏，你就会待在这个游戏里很长时间！如果你不小心谨慎地、仔细地选择你的投资方向，你就会把这些钱都输掉。任何人都能变得富有，资产配置决定你能保持富有。

但是你不要只相信我说的话。我们来听机构投资界的明星戴维·斯文森讲一讲如何做好资产配置。你要知道，他把耶鲁大学的捐赠基金投资组合从1亿美元做到了超过239亿美元，过去30年，即使经历了牛市和熊市，他也获得了13.9%的年化收益率。业绩做到如此优异，真是无人能比。我和戴维·斯文森在他位于康涅狄格州纽黑文市的办公室里，面对面地交谈。我问他："投资者要获得财务自由，必须拥有的投资工具是什么？"他告诉我，只有三种工具能够降低你的风险，增加你获得财务成功的潜力。

1.证券选择——挑选股票。

2.市场择时——短线选时，就是赌市场短线是涨还是跌。

3.资产配置——分散投资的长期策略。

在我还没有问前面两个工具前，他就讲："在这三个工具中，最重要的是资产配置，它具有压倒性优势。在投资界，资产配置事实上的投资收益超过100%。"等一下，怎么可能会超过100%？因为交易会发生费用、税收、亏损，你做选股或者择时都会增加费用和税收。选择失误就会亏损，减少你的盈利。

资产配置不仅是分散投资，而且要把你的钱分开，分别投入不同种类的资产或者不同类型的资产（比如股票、债券、大宗商品、房地产）中，你要提前决定具体的投资比例。这取决于你的目标、需要、风险承受力、人生阶段。

这话是不是说得太大了？

在金融市场这个巨大的赛场上，对于世界上最优秀的选手来说，包括我在本书中采访过的每一位投资者和交易者，成功和失败的关键在于资产配置。保罗·都铎·琼斯就极其依赖资产配置。玛丽·卡拉汉·厄道斯可以称得上证券投资界最有权势的女人，领导着22000名金融专业人士，这些人赚钱养家全靠资产配置。瑞·达利欧创建了全球最大的对冲基金，现在他的个人财富高达140亿美元，他也全靠资产配置。

这一章讲的是一个复杂的主题，我要讲得非常简单，简单到足以让你能够照着去做，以期对你余生的投资收益产生积极的影响。所以你要对资产配置全身心投入，用全部精力来关注！不管你是打算积攒1000美元做投资，还是打算积攒100万美元做投资，资产配置都同等重要。你学到的这些原则至关重要，你要马上开始运用。如果你觉得自己已经知道这些原则了，那么你要进一步深入地理解并实践应用，把它提升到更高的层次。

我们来谈一谈，为什么资产配置对你的投资计划如此重要，以及你如何今天就开始让资产配置为你工作。

谁要是觉得数据安全，那他肯定没有看过报纸上的股票市场行情版。

——艾琳·彼得

你到超市购物，排队付款，有多少次你选了看起来最快的队伍，结果反而成了最慢的那一队？或者你开车遇到堵车，你换到那条看起来更快的车道，结果却看到原来那条拥堵的车道上，车辆从你身边飞过呢？你觉得变道能更快些，结果你完全错了。夫妻关系不也是这样吗？不管你对自己多么了解，不管你多么相信对方，看重对方，你还是选择了"错误的"人生伴

侣？我们都知道，这个选择特别重要，会对你一生的生活质量产生巨大影响！

同样的事情也会发生在你的投资上。一般的投资也就算了，你要是在养老金投资上出现错误，而且是一个大错误，那一切都完了。这意味着你连住的房子都保不住了。你可能都70岁了，还要去找工作，不干活就没饭吃。也可能你没钱给孩子交学费了，孩子的前途就这样完了。正是因为这个原因，这一章特别重要。

资产配置是一项关键的投资技能，有了这一技能，你就能超越其他99%的投资者，从此鹤立鸡群。你肯定想不到，做资产配置有这么大的好处，却不会花费你一分钱。戴维·斯文森喜欢引用哈里·马科维茨的话。马科维茨曾获得诺贝尔经济学奖，也是现代投资组合理论之父，我也采访过他。马科维茨说过一句话非常有名：“分散投资是唯一免费的午餐。”为什么？因为把你的钱分散到不同投资上，长期而言，能减少你的投资风险，同时提高你的潜在收益，而这样做不会花费你一分钱的成本。

我们都曾经听过那句古老的谚语：“不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里。”是的，资产配置可以保护你避免犯下那种投资理财的错误，这听起来像是一个基本原则，但是你知道有多少人违反了这个投资的基本原则吗？

我有一个朋友，非常看好苹果公司，一提到苹果公司就非常兴奋、激动，他把他所有的钱都投到苹果公司这一只股票上。曾经有一段时间，苹果公司的股票成了世界上最牛的股票，但是几个星期后它就暴跌了40%。我还有另外一位朋友，30多岁了，原来在一家电视台做高管，她辞职了，卖掉了洛杉矶的房子，正好是在房地产市场大牛市的最高点，她赚了很多钱，并用这笔钱在怀俄明州开了一家小餐馆。她把剩下的钱投在高风险股票和垃圾债券上，她认为只是这些债券的利息就足够支撑她的日常花销了。有几年确实如此，但是2008年爆发金融危机，股票暴跌，债券也暴跌，她一下子亏光了所有的积蓄，她不得不关掉小餐馆，重新回去工作。她成为一个自由职业者，很辛苦，但收入只有原来的一小部分。

## 一定要分散

我们都听说过经济危机期间发生的那些非常恐怖的事情。也许你知道婴儿潮世代中的有些人把所有的钱都投到了房地产上，结果正好赶上房地产大崩盘。有对夫妻就要退休了，他们的401（k）账户里已经存满了钱，他们的目标日期基金马上就要到期了。他们选好了一辆房车，旅行路线也规划好了，把中途去看望孙子的时间地点都标好了，但是后来金融世界崩溃了，他们的投资净值一下子减掉了将近一半，享受退休生活的美梦变成了

还要再工作20多年。

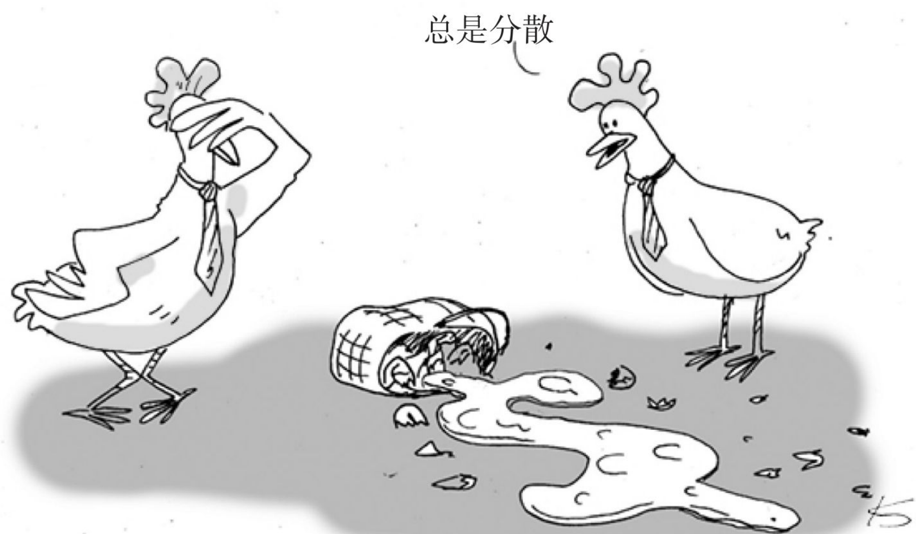



图22–1

这些故事令人心碎，我想确保这种事不会发生在你身上。好消息是，这种事并非必然是如此结局。这正是我要写本章的原因：你不但能够保住自己用来养老的财富，还能让你的这些养老金投资升值得更快。

这里简单又关键的投资教训是什么？那些现在涨的投资，将来肯定会跌。瑞·达利欧直截了当地告诉我："几乎可以确定的是，不管你把你的钱投到什么上面，将来都会遇上大跌的日子，让你亏损50%~75%。"这意味着你选择的任何投资都有可能亏掉1/2~2/3，为什么大多数人会偏爱一种类型的投资？因为他们觉得自己对这方面更"了解"，或者因为现在这类投资有热门的回报，有些人倾向于把他们所有的钱都投到房地产上，有些人倾向于全部投到股票或者大宗商品上。如果没有足够分散，你就可能亏掉内裤！你听清楚我说的了吗？不管你计划得多么好，任何一种类型的资产，将来都可能和你算总账。所以，你只有两条路可以选择，要么分散，要么亏损。但是，如果分散投资做得好，你就会赢。

到现在为止，我可以肯定，你非常清楚不做分散投资，后果会非常严重！现在你愿意听我讲把分散投资做好了，效果会好到不可思议吗？这就像是拿到了许可，你能随便印钱一样。我知道，这么说有些夸张，但是想象一下，即使你在睡觉，你也照样能够赚钱。做好了分散投资，你的内心会非

常平静，无论经济形势怎么变化，你都不用担心。

这里有个真实的案例。在2008年金融危机的经济形势下，股市跌了接近2万亿美元，债券市场也跌得很惨，房地产价格都跌到了谷底，你持有一个分散的资产组合，最多也只亏损3.93%，你会感觉怎么样？这个案例并不是幻想出来的，而是真实的。这就是资产配置的威力，我在本书里已经提过好几次，我将很快证明给你看。1984—2013年，你的资产配置如此强大，以至你只有4年亏损，平均亏损比例为1.9%，亏损最多的年份也没有超过3.93%。记住在这些年里，其他人的财富都随着通货膨胀和通货紧缩的狂潮起伏不定。在最近十年中，我们就遇到过两次股市暴跌，接近腰斩，但是你会继续安全航行，穿越这些风暴，不需要考验你的胆量，你仍然能够平均获得接近10%的年化收益率。我描述给你的是一个真正的投资组合，一个明确的资产配置，它由瑞·达利欧设计，我很快就会向你展示这个具体的资产配置公式。正是这个公式创造出令人非常兴奋的投资业绩。但是在实际运用它之前，你必须明白资产配置的核心原则，这就是我们这一章要展开论述的内容。

第一条，不要亏本。

第二条，记住第一条。

——沃伦·巴菲特的投资法则

再强调也不过分：好人经常失败，因为尽管他们做的事是正确的，但他们做事的时间是错误的。买套房子，是不是正确的事情？大多数专家会说“是的”，但是在2006年买房是一个错误的时机！所以问题是，如果我们无法避免犯错，那么我们应该把钱投到什么地方。这就要发挥资产配置的作用了。

还有另外一种思考方式：如果你正在努力打造一支球队，想让它获得胜利，你必须知道球队中每个队员的能力，以及每个队员的强项和弱项。你必须决定，在不同的情况下，你可以依靠谁。现在打个比方，你的投资组合就是一支球队，你的投资选择就是队员，资产配置帮你选择由谁先发，它在什么位置。最终，在正确的时候，用不同的球员做正确的组合，这才能给你带来胜利。

资产配置给你提供了一套指导原则，这种投资哲学帮助你决定你的自由基金或者养老金投到了什么地方，它们各占多大比例。

你可以想象，把你的钱分别放进两个不同的投资水桶里，每个水桶的风险水平和收益水平不同。第一个水桶是给你的钱打造一个安全的环境，但是

钱在这个水桶里增值得非常慢。你也许会觉得财富增长这么慢，一点儿意思也没有，但是你的钱很安全，当你需要钱的时候，钱肯定在那里，一分也不会少。第二个水桶的吸引力要大多了，因为它能给你机会获得更快的财富增长，但是高收益背后是高风险。事实上，你必须做好准备，把钱投到这里有可能亏得精光。

每个水桶该放多少钱？这取决于你有多少时间来让你的投资增长，以及你愿意承受多大的风险。你需要问自己："在我生命的这个阶段，我能承担多大的风险？"请记住，你做分散投资，并不只是为了保护自己。你希望能够强化自己的业绩，找到各种投资的理想组合，这能够让你茁壮成长，而不仅是维持生存。

但是如果我们愿意承认的话，很多人的生活压力其实已经非常大了，根本承受不了因为投资而再增加的一大堆忧虑。财务安全甚至财务自由很大程度上意味着一份内心的平静，让你觉得自己不用再为钱担心了。第一个水桶给你带来人生的确定性，毕竟确定性是人类的第一大基本需要。我称之为安全/安心水桶，有了确定性，你就安全了，也能安心了。这个水桶用来放未来养老的钱，你亏不起，甚至一想到这些钱要亏掉，就会惊出一身冷汗，半夜都会惊醒。这是个避难所，只做安全的投资，你要紧紧锁定，确保安全，甚至连钥匙都要藏起来。

我不赌博，因为赌赢100美元并不能给我带来很大的快乐，但是要输掉100美元，会把我气疯。

——艾利克斯·特里贝克（《危险边缘！》节目主持人）

财务损失不只会让我们的钱包缩水，还会偷走我们生活的快乐。你还记得那个关于猴子和苹果的行为经济学研究吗？给猴子一个苹果，他很快乐，但是如果你给猴子两个苹果再拿走一个，那它就发火了——尽管最终结果是一样的，它手里还会有一个苹果。人其实也一样。关于人类情绪的研究表明，世界上大多数人都低估了他们遭受损失时的糟糕感觉。胜利给我们带来的快乐，远远比不上失败或者损失给我们带来的痛苦。所以我们必须设立一个安全/安心水桶，来保护我们自己，避免自己承受这种打击。这样的打击不只让我们的财富缩水，而且让我们感觉非常痛苦。

为了让你对这类投资更加熟悉，我们先来看一下8种基本类型的资产（投资选择或者投资资源），它们应该属于这种安全/安心水桶。这里只是举例说明，并不意味着每种投资都适合这个水桶。但是，你在阅读的时候，会注意到一种模式：这些类型的投资一般都没有强烈的波动性。这意味着这些投资的价值不会有什么大的波动，特别是和你在风险/成长水桶里看到的那些投资相比。（不过，在历史上一些短暂的时期，几乎所有投资的

波动性都会提高，后面瑞·达利欧会给我们展示如何做好准备，防范这种极端情况。）这里有一个供你快速浏览的清单，目的是让你思考你的投资未来。问问你自己："在我投资之前，这个投资会让我处于风险之中吗？这个投资放在我的风险/成长水桶里还是放在安全/安心水桶里，哪个对我更好？"

为了更好地回答这个问题，我们来看一看这两个水桶。我们先从第一个水桶开始，这也许是最重要的存放你的一部分钱的地方，这就是安全/安心水桶。你想把哪些资产放到这个水桶里？记住，安全/安心水桶里的投资增长很慢，但是很稳定，就像争取财务自由赛跑中的乌龟一样，而乌龟经常最终获胜。你需要把安全/安心水桶看作你的储蓄和投资圣殿，因为只要钱被放进去，它就不会再跑掉。

在你继续读下去之前，请牢记，这一章开始的一些基础知识：资产配置的基本操作。如果你是一个资深投资者，你只要浏览一下这些投资选项的清单就行了，因为你可能已经知道这些投资是什么了，你可以给自己节省一些时间。但是，我并不想抛下任何一个人，因为肯定有人对此一无所知。除此之外，你也许会发现，有一两项投资的特点是你以前不太了解的，它对你很有价值。

让我们开始吧。

1.现金和现金等价物。在我们人生的某个时候，每个人都需要现金来救急，或者突然有急事急需用钱，或者收入突然大幅减少不够花了。不管你的收入水平是高还是低，你都需要一些流动性，或者有办法马上拿到现金。你是否有这样的感觉，尽管在财产上很富有，但是你感觉很贫穷，因为你手上没有钱或者周转不过来？很多人在2008年都感觉手头很紧，因为银行的资金冻结了，停止了对外贷款，甚至银行之间也停止了相互贷款，房产好像根本卖不出去。事实上，根据2011年的研究，所有美国人里有接近一半的人很难一下子凑齐2000美元来应对危机，比如意料之外的医疗账单，打官司的钱，修理房子或修车的钱。所以，你需要一些现金，以保证这种既尴尬又难堪的事情不会发生在你头上。想一想，这并不需要你太多的注意力或者太多的储蓄，就可以让你比另一半美国人的日子过得更好。

但是，一旦你决定手头要留下部分现金，你会把这些现金放在哪里？我们大多数人会选择开设一个银行账户——由美国联邦存款保险公司做保险，提供的本金保障上限是25万美元的银行账户。不幸的是，那些实体银行近些年来基本不付利息。最近我查了一下，有些实体银行的存款利率低到只有0.01%。虽然那些网上银行给的利率略高一点，但也只是高那么一点。也许利率不是那么理想，但至少我们知道钱是安全的，想拿就可以拿到。你也许想把这些救急用的钱拿出来一部分放到一个安全的地方，或者为了

安全起见，就放在你的家里，比如“放到床垫下”，总之是一个安全的、隐蔽的地方，以防突然出现地震、飓风或者其他紧急情况，比如银行的取款机停止工作了，你账户上的钱取不出来。

其他可以作为现金等价物的投资工具包括货币市场基金，它有三种类型。如果你想了解更多，可以看一看下面的内容。

如果需要保证安全和流动性的资金数量比较大，你可以购买一些短期的投资产品，这叫现金等价物。其中最有名的就是历史悠久的货币市场基金。你现在可能已经拥有其中的一只了。货币市场基金其实就是公募基金，只不过持有的都是风险很低、期限极短的债券和其他种类的债券而已（过一会儿我们会给你介绍更多的相关内容）。这些货币市场基金非常好，因为你得到的收益率要比令人厌烦的传统银行利息高出许多。你还可以享受每天24小时随时取现的便利，还有一些货币市场基金甚至可以让你开支票，和银行账户一样。

顺便说一下，大多数银行提供货币市场存款账户，这和货币市场基金不是一模一样的。它有点儿像存款账户，不过银行得到允许可以把你账户里的钱投到短期债务上，为此它们付给你稍微高一点的利息作为回报。这样的货币市场存款账户，通常有一个最低存款金额的要求或者其他限制，如果你的存款余额低于限额的话，银行会降低你的利率，还有一些惩罚措施。但是美国这种账户也由美国联邦存款保险公司提供保险，这是一件好事。这也是它们的特色，货币市场基金是没有保险的，你的投资价值可能会下跌，让你亏本。

如果你想“一举三得”，既安全又有流动性，还能够赚到利息，有一个选择是购买美国财政部货币市场基金，它有开支票的特权。美国联邦存款保险公司不为这种货币市场基金提供保险，但是因为它们只投资美国政府发行的国债，而不投资任何公司债或者银行债——这些企业发行的债券都可能违约，你亏钱的唯一可能性是美国政府违约，不能按期偿还短期债务。如果这种事情发生了，美国政府就垮台了，你所有的赌注也就赔光了！

2.债券。我们都知道债券是什么东西，对不对？我卖给你我发行的债券，就相当于我给了你一个承诺，我要说话算数。我买了你发行的债券，就是你给了我一个承诺，经过一定的时间之后（到期日），把本金还给我，再加上一定的利息。正是出于这个原因，债券也被称为“固定收益投资”。你能从这些债券得到的收益或者收入是固定的——你在买入的时候就知道得一清二楚，具体的收益率高低取决于你同意持有这些债券的时间长短。当债券到期时，你将获得一笔定期利息收益。所以债券就像一个简单的借条，钱不能白借，是有利益的，是不是？但是全球有数千万亿美元的债券和债券基金，虽然不是所有，但是大部分的债券都有评级，由不同的评级

机构按照这些债券的风险水平给予信用评级。在本章的末尾，你会看到一个债券概述，你可以了解什么时候投资债券会严重危及你的财务健康，什么时候投资债券对你有利，甚至非常有用。

债券这种投资也会令人迷惑不解。就像跷跷板一样，利率下降时，债券的价值增加，利率上升时，债券的价值反而会降低。

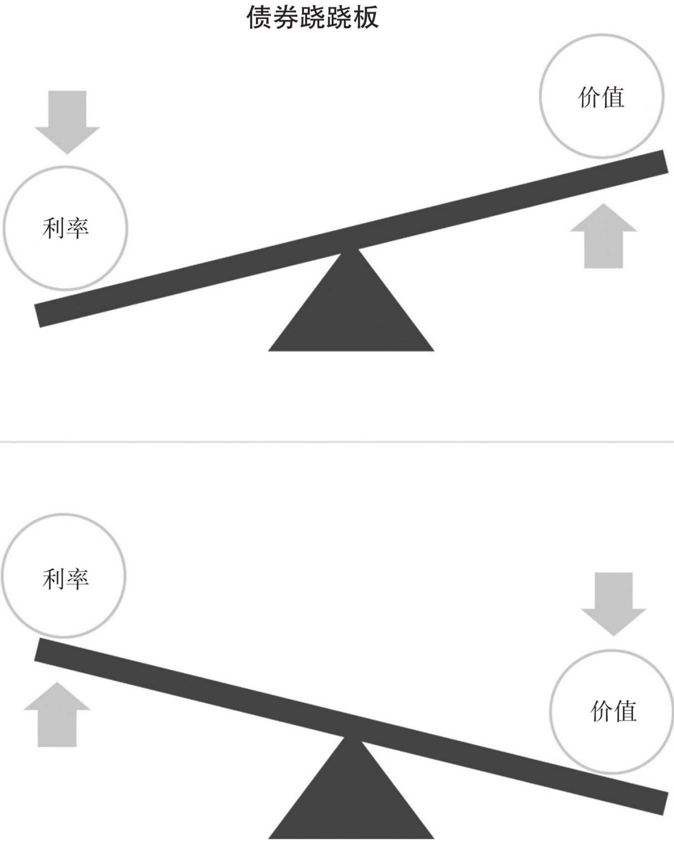



图22–2

毕竟，后面新出来的债券更有吸引力，利率更高，谁还会去买那些旧的、低利率的债券？但是有一个办法可以避免你担心的债券价格波动，那就是分散投资，购买低成本的债券指数基金。

只要记住，并不是所有的债券生来就是一样的。希腊的债券不像德国的债券那样强劲，底特律的市政债券不像美国联邦政府的债券那样稳健。事实

上，有些投资顾问说，美国唯一安全的债券是由美国联邦政府完全以信用担保的债券。如果你真的能买到这样的美国债券，名称是美国财政部通货膨胀保值国债（简称TIPS），其价值与代表通货膨胀水平的消费价格指数保持同步。我们会在债券概述里面讨论这些内容。我会向你展示一个令人震惊的投资组合，并教你用非常独特的方式来运用债券基金。但是现在我们看一下其他的固定收益投资，也许它们可以列入你的安全/安心水桶。

3.大额存单。还记得大额存单吗？买大额存单，其实就是你借钱给银行。它们拿走了你的钱，付给你一个固定的利率。过完约定的一段时间之后，它们把本金还给你，再给你一笔利息。因为大额存单是由美国联邦存款保险公司承保的，所以它非常安全，和储蓄存款账户一样，就在我写本书的时候，它的收益率也一样让人提不起兴趣。但是我写本书是要帮你应对不同的投资季节，而季节是不断变化的。我不知道你现在所处的投资季节，但是我可以告诉你我的一个真实故事。1981年，那时我21岁，到银行就可以买一张6个月的大额存单，等到期的时候，我能拿到17%的利息！17%，太不可思议了！但是你不需要想太多就能明白，有些类型的大额存单在合适的环境下，能带给你高收益率。还记得我前面讲过的那个故事吗？我在堡垒投资理财公司的财务顾问在2009年给我提供了一个大额存单，固定收益率相当低，但这是一个市场联结型的大额存单，和股市涨幅挂钩，因此它给我们创造了8%的平均收益率！这是一笔非同寻常的好买卖，但是还有其他一些方法可以被用来投资这些市场联结型的存单，它能为你创造更高的收益（却并不用让你的本金承担风险）。

我们上述这些不同类型的资产所组成的团队到现在为止表现得怎么样？大额存单、现金、货币市场基金、债券，这些资产选手明显适合进入你的安全/安心水桶。但是什么时候你派它们上场比赛？有些选手在某些情况下表现得很好，但在另外一些情况下就表现得很糟糕。现金的优势是什么？现金可以随时随地进入比赛。它可以保证你的资金安全，并且当合适的投资机会来临的时候，它让你马上有钱可用，火力全开。但是另一方面，如果你把太多的钱用现金方式持有，那么你的购买力就不会增长。事实上，每年都发生通货膨胀，你手上的现金的购买力只会缩水。但是在通货紧缩时期，比如2008年，你的现金就能买到更多的东西。如果你在2008年手上有现金，而且既有胆量又有勇气，你会买一套房子，尽管房子还是原来的房子，但是价格低了40%。（顺便说一下，很多对冲基金就是这么干的。它们买了成千上万套的房子，是在房价大跌的时候趁机以低价买入的，然后修缮一下，租出去，等到2011—2014年房价上涨的时候再卖出去，大赚一把。）很多股票在2008年也和房子一样大跌，你可以用同样低40%的价格，甚至更低的价格买入。

债券的优势是什么？这取决于债券的类型，你得到了一个有保障的固定收

益率，它给你带来了安全，在其他资产价格可能下跌的时候，你却能稳赚不赔，这种感觉好极了。通常情况下，大额存单，你根本不感兴趣，我对它也没有一点儿兴趣，但是大额存单在高利率的环境下也会提供高收益。市场联结型大额存单的收益率在股市很火、股票指数大涨的时候，会远远超过市场利率水平，而且在各种市场环境下，它都会像岩石一样安稳，因为你肯定不会损失一分钱的本金。持有债券不利的地方是，如果你一直持有债券，到了到期日那一天，你可以收回所有的投资本金，再加上约定好的利息。但如果你想在到期日之前卖掉债券，而此时利率正好大幅上调，新的债券提供的收益率更高，那么你只能折价卖掉手上的债券。

如果这些东西你觉得太复杂了，这里有一个好消息，瑞·达利欧创造了一种策略，我称之为全天候投资策略。我会展示给你，如何正确地混合债券、股票、商品期货、黄金，使你的投资在各种经济形式下，都能取得成功。稍后我会进一步地解释。

首先，你要了解，因为安全的债券提供了有保证的收益率或者确定的票面利率，而且归还本金，和那些既不能保证收益率又不能保证归还本金的投资相比，这种投资肯定更加安全。但是，这个还本付息保证的质量只能取决于债券发行人的质量。这里的关键是你需要合适的选手，在合适的气候下，选择合适的时机，让选手上场比赛。

现在我们要看其他几种可以加入你的安全/安心水桶团队的资产类型，你可能从来没有想到水桶里会有这些类型的资产。

4.你的房子。房子也可以进入安全/安心水桶。为什么？因为这是一个神圣的避难所，我们不应该“拿房子当钱花”！我们已经学到了一个非常严重的教训，最近这些年房地产市场拿房子当取款机一样地花钱是多么危险。一套房子，如果是你的主要居所，不应该被看作可利用杠杆的投资，也不应该指望房子产生巨大的投资收益，但是，等一等，一直有很多人告诉我们，你的房子就是你最好的投资，因为房子的价值会一直涨。

在寻找答案的过程中，我请教了很多高人，其中一个是获得诺贝尔经济学奖的经济学家罗伯特·席勒。他是研究房地产市场的数一数二的专家，他也是凯斯–席勒房地产价格指数的创始人，他用突破性的洞察力绘制出了下面的图表。席勒发现，过去100年来美国的住房价格基本没有变化。席勒粉碎了我们这个时代最大的迷思：房地产价格会一直涨。我们都知道，正是这个迷思最终导致房地产市场泡沫。

另一方面，拥有一套带固定利率抵押贷款的房子，的确是对通货膨胀的对冲，而且这样做对你减少纳税会有好处。如果你完全拥有一套房子，你把这套房子全部出租或者部分出租，这还是一种能让你赚到一笔稳定收入的

安全方式。同时，你很快会学到另外一些投资房地产的非常棒的方式，比如第一信托契约、房地产投资信托基金、养老住宅、能产生收入的不动产等。所以没有人建议你放弃房地产投资，如果这正好是你喜欢做的，那就再好不过了！但是这可能是一个很好的经验法则：把房地产放在第二个水桶——风险/成长水桶。我们后面很快会讲原因。

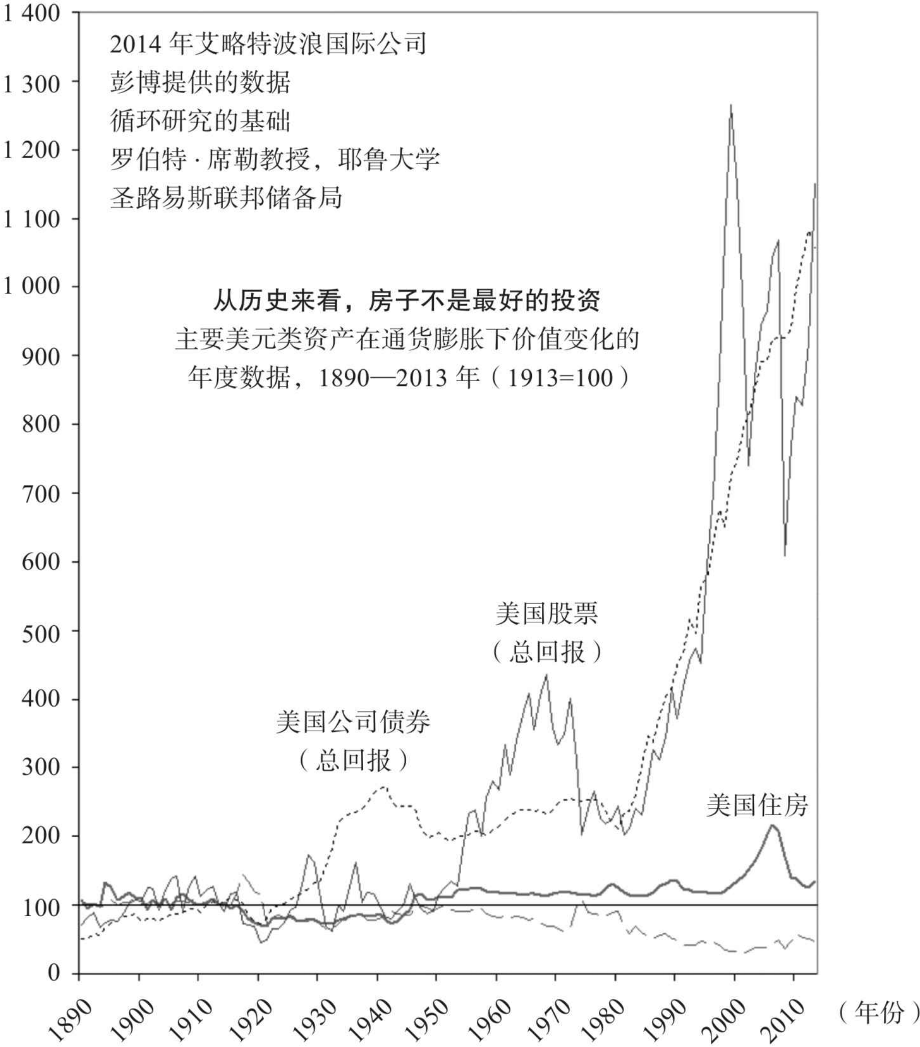



图22–3

那么，与此同时，还有哪些资产应该属于安全/安心水桶？

5.你的养老金。你有养老金吗？这个水桶就是放置养老金的好地方，美国人只有少数人有养老金，如果你是少数幸运者中的一员的话，那简直太好了。还记得波士顿大学退休研究中心主任艾丽西亚·穆勒的故事吗？她把自己的养老金变现，提前拿到了一笔钱，她觉得自己用这些钱做投资，肯定比她的前任雇主赚的投资回报率更高，而她的前任雇主就是美国联邦储备局。结果她亏得很惨，并学到了一个深刻的教训：你不要拿你一生的收入计划去冒险。现在她鼓起勇气讲出自己犯错的故事，以警告其他人。

6.年金。要是你还年轻，听说过年金这个词，你会觉得这东西对于你来说没有一点儿用。过去，买年金需要先交一大笔钱，而且你必须到一定年纪，才有资格运用年金这种投资工具。但是你会在第28章中学到，现在有些新型的年金，你也可以用来武装自己。记住，你投资的是保险产品，它能给你一份有保障的终身收入。这些年金如果收费合理、投资得当的话，类似于个人养老金，就可以作为社会养老金和企业养老金的补充。但是正如我们讨论过的那样，大多数年金的投资做得很糟糕，收取的费用又很高，还有荒谬的惩罚条款。大多数可变年金都应该加上更多的警告，要比伟哥广告上的警告更多！但是你会发现，你可以精选出来少数年金（你会在第五部分详细了解），它们非常安全，价钱也不贵，一般人都能买得起，很多专家称之为“退休收入解决方案的圣杯”。这是怎么回事？因为这种年金能让你一举两得，让你既可以享受风险/成长水桶的那种高收益，又能享有安全/安心水桶的那种高安全性。这种年金能够给你一份有保障的终身收入，而且你的投资价值从来不会下跌。

7.至少有一种人寿保险属于你的安全/安心水桶，你不要乱动它。为什么？你成家了吗？拥有它，如果你死了，你的家庭会得到照顾。拥有定期人寿保险对于大多数人来说足够了。不过，还有其他类型的人寿保险可以给你带来终身收入，而且完全免税，只要你还活着你就能领取收入！如果结构安排得当的话，这种年金还可以提供巨大的税收效率。全世界最大的公司和超级富豪一直运用这种年金投资来规避税收，这是美国税务局批准的避税方式，他们这样做了好几十年了。你一定要仔细阅读第29章，详细了解如何运用这种工具，它可能会把你实现财务目标的时间缩短1/4～1/2，具体比例取决于你的税率等级。

8.结构化票据。这种产品对于投资者来说就像工程设计一样安全。结构化票据就像是市场联结型大额存单，但是它不在美国联邦存款保险公司的承保范围之内。它是如何运作的？你借钱给一家银行（往往是全世界最大的银行），这家银行保证会把钱还给你，至到期日那一天，它还让你分享你在此期间约定的某个指数累计涨幅的一定比例［比如标准普尔500指数（减去红利），也可以是大宗商品、黄金、房地产信托基金，或者这些产

品的组合］。在我写本书的时候，摩根大通公司有一个7年期的结构化票据，它有100%的下行保护，这意味着你绝对不会损失你的原始投资本金，而且它让你分享90%的标准普尔指数的上行收益。不要怀疑，正如你在第13章中所学到的，那些超级富豪经常用这种工具来进行投资。类型合适的结构化票据是一个非常棒的投资方式，能让你一举两得，既能分享股市上涨的收益，又不用担心承受股市下行的风险，特别是在人生的某个阶段，在你根本承担不起那些波动性风险的时候，这种结构化票据会特别适合你。

关于结构化票据，我请教了玛丽·卡拉汉·厄道斯，她是摩根大通资产管理公司的首席执行官，管理资产规模2.5万亿美元。我们俩坐下来交流时，她告诉我，结构化票据可以成为很好的投资选择，特别是对于那些经历了2008年金融危机的人来说，它最合适了。这不是什么把戏，也没有猫腻。“很多时候，人们一看结构化票据就会说‘这简直太好了，不可能是真的’。”她告诉我，“但是你需要搞明白这个产品，从头到尾地仔细了解它。你会发现，它根本没有玩什么花招，也没有玩什么小把戏，这只是市场上的一个简单的算术题……你不需要流动性的时间越久，你的钱放在市场上投资的时间就越长，自然市场付给你的钱就会更多。如果你愿意把你的钱拿出来7年不用，经过这么长的时间，你应该能够得到市场上涨的收益。”

那么结构化票据应该被归入你的安全/安心水桶吗？结构化票据的安全性取决于发行这个票据的银行。厄道斯说得非常清楚，摩根大通是世界上最大的银行，有些受托人可能会推荐加拿大皇家银行或者其他加拿大银行，因为它们得到的评级是世界最高的，是最安全的。（美国在大萧条期间倒闭的银行超过9400家，而在最近这场金融危机期间倒闭的银行接近50家，但是在加拿大没有一家银行倒闭！）所以，一如既往地，你要权衡收益和风险后，再做出投资决策。你还要留心费用和复杂的合同。我们在第13章中讲过，结构化票据可能会成为非常糟糕的产品，就像公募基金一样，如果有太多的费用附加在上面，它就会变得很糟糕。如果结构化票据的发行人的财务状况非常强健，你就不会亏掉你的本金，但是如果时机不对的话，你可能投资了相当长的时间也赚不到一分钱。所以，结构化票据更大程度上属于一种追求安全保障的投资选择。你最好先跟你的受托投资顾问好好聊一聊这种投资，看准了再下手去买，这样更加妥当。

## 时间站在你这边

上面这些内容太多了。你感觉你的脑袋快要被塞爆了，因为投资选择太多，其实不只你会这样，好多人都会。你可以轻松地搞定资产配置（并且评估你的整个投资组合），只要登录堡垒理财网就行了，或者你找自己的受托人投资顾问来帮你进行资产配置。

但是重要的是，要理解资产配置的概念，确定什么样的投资适合放到安全/安心水桶，什么样的投资适合放到风险/成长水桶，好让你的整个投资组合（就是你的这些投资选手组成的团队）可以符合你的投资收益率目标和你的风险承受能力。用这种方式，你可以继续主持大局！在每一个决策点上，你都应该想一想：“我冒的风险有多大，我保有资产的安全程度有多大？”正是这一点决定着你玩这个投资游戏会赢还是会输。

正如你看到的那样，安全/安心水桶现在面临的最大挑战是：什么才是真正安全可靠的投资？我们知道世界已经变了，即使是更加保守的储蓄者，也被迫进入愈加高风险的投资领域，这都是被低到疯狂的利率所逼的。努力追求更高的收益率很有诱惑力，特别是当股票市场快速上涨的时候。你开始想：“我可能永远也到不了我想要达到的目标了。”但是如果你愿意玩长期的投资游戏的话，你是可以做到的。（特别是如果你能找到一些投资，既能够保证收益，又不用承受损失本金的风险——你很快就会学到。）

正如滚石乐队唱的那首老歌的歌词：“时间站在你这边，财富要增长，时间来帮忙。”对于安全/安心水桶来说，时间肯定是最伟大、最宝贵的资产——即使你是在人生比较晚的阶段才开始积累财富的。毕竟，有越来越多的人能活到80多岁或者90多岁，寿命变长了，投资的时间也变长了，所以我们的投资能和我们一起慢慢变老，投资期限到了，正好也到我们晚年要花钱的时候了。如果你是“80后”“90后”“00后”，你投资游戏的时间还很长！你可以从很少的资金开始起步，让复利的力量带你到你想去的地方，复利一发挥作用，一切就容易多了。

放到安全/安心水桶里的钱，收益率比较低，但是其长期投资的结果会如何？这让我想起了一个故事。那是一个老赌徒在高尔夫球场上玩的把戏。这个赌徒报出了他的杆数：“你玩高尔夫？我刚开始打，我打得不好。你愿意玩点儿钱吗？一个洞只赌10美分？”那个对手马上同意了，说：“好，没问题！”在走向第一洞的路上，这个赌徒说：“你知道的，10美分赌得太小了，没什么意思。为了更有意思，我们把每个洞的赌金翻1倍，怎么样？”第一洞是10美分，第二洞是20美分，第三洞是40美分。到了第五洞，赌注就是1.6美元，第六洞是3.2美元。一共要打18洞，打完前6洞的机会是1/3。等他们打到第18洞的时候，你猜赌注会是多少？13107美元！一个洞赌这么大，简直是天价。这个例子说明了一旦复利发挥作用，其威力会有多么巨大。

当你用你的安全/安心水桶做投资的时候，经过较长的时间，你的投资也会发生这样的事情。你用你得到的利息再投资，经过很长一段时间之后，看起来好像没有进展，但是等你到了第13洞、第14洞、第15洞时，它就会突然爆发式增长。你看一看下面的图，这是一个指数增长的过程，会对

你的财富增长发挥巨大作用。

当然，老老实实地坐在那里一动不动，对于现代人来说是一个巨大的挑战。从整个社会来看，我们都非常迷恋于马上得到回报，等着我们安全/安心水桶里的资产增值，一开始，我们的感觉好像是看着青草生长一样缓慢。正是因为这个原因，我们经常受不了诱惑，会把钱都投到第二个水桶——风险/成长水桶。但是，并不是安全/安心水桶里的每一项资产都收益率很低，像洗碗机一样无趣。如果你找到了一个很有才华又人脉很广的受托人投资顾问，他会展示给你如何从这些无聊的证券工具中选出一些好的投资工具，让你获得一个更加合理的收益率，甚至是相当不错的收益率，只要你找到合适的机会就行。

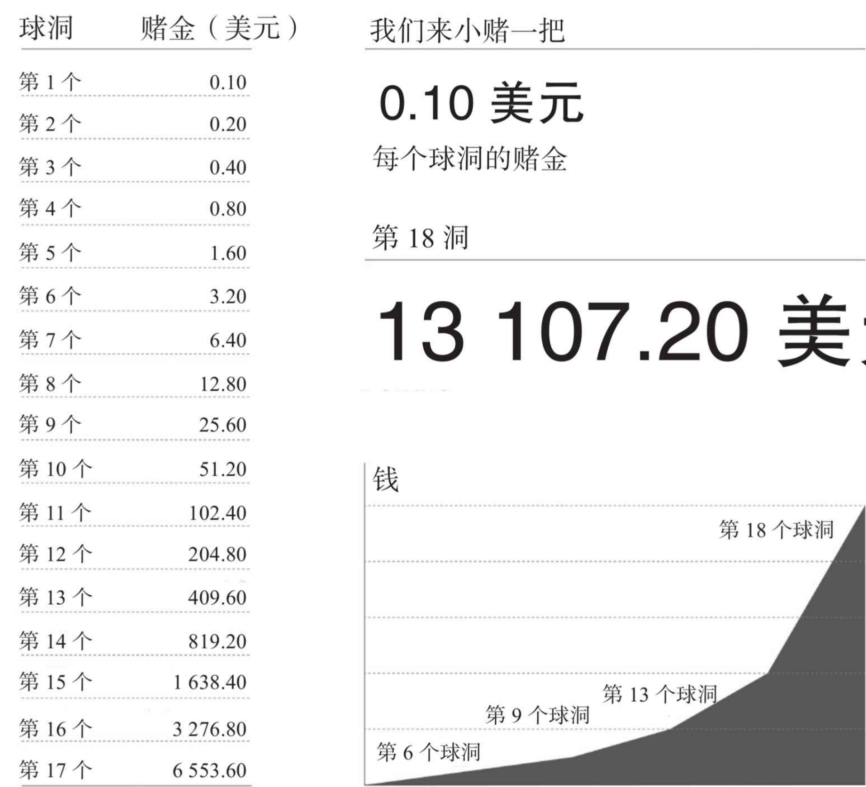



图22–4

这里只是简单举个例子，它是我的投资顾问给我找到的一个投资机会——

大多数人一般不会把这种资产放到他们的安全/安心水桶里——住宅房地产贷款！

这个项目源于一个故事，一个人在加利福尼亚州的印第安维尔斯建造房子，他在财务上碰到麻烦了，不得不把这幢住宅卖给其他投资人。你听说过印第安维尔斯吗？那个地方就像比弗利山庄，是美国人均收入最高的地方之一。城市很美，气候宜人，城市周围都是高尔夫球场和风景区——在这个地方买套房子或者投资度假屋，那简直太棒了。一个投资公司买了这个人的房子，还买了几十套类似的房产，所以它需要很多现金，但是这家公司不需要持有这些资产很长时间，因为它会修缮一下这些房子，再重新把房子快速卖掉，好让资金保持良好的周转，这家投资公司需要投资者提供一些短期贷款，作为交换，它可以把公司持有的这些房产的第一信托契约转让给投资者。

你听说过第一信托契约吗？如果你拥有一套房子，借了一笔抵押贷款，金融机构贷款给你买这套房子，然后你给它打了一张借条，正式的说法是签订贷款合同，并承诺到期归还本金，按照一定的收益率支付利息。可是，如果你不能遵守承诺，没能按期还款，那么拥有这个抵押权或者信托契约的机构就有权强迫你卖掉房子，然后继续收取利息，直到一个新的持有人接手。作为一个投资者，我寻找途径在安全的环境下获得最大化的回报——第一信托契约的结构安排合理，能够完美地实现我的这个目标。

我和我的投资顾问发现，那家房地产投资公司把提供第一信托契约的那套印第安维尔斯的房子作为抵押，想得到100万美元、一年支付10%利息的贷款。这家公司既愿意一个投资者投资100万美元，也能接受最多25个人平均每个人贷款4万美元。最终，我决定一个人投资100万美元。你也许会说："这笔交易真是非常棒！你那100万美元资金只需要锁定一年就能赚到10万美元。但是，托尼，你知道你的风险是什么吗？"这正是我要做很多研究的原因。这套房子，有两家有资质的机构做过价值评估，我知道，按照现在的情况，这套房子价值200万美元。如果我贷款给那家公司100万美元，这笔贷款和房屋价值之比就是1：2，对不对？即使公司违约了，我那100万美元也是安全的，因为这套房产本身就值200万美元。

这是一个非常棒的交易，但是我也买了一些面积更小的房子的信托契约。比如，我发现，在美国中西部有一套供初次购房者购买的房子，价值8万美元。如果我能够用4万美元得到抵押权，相当于抵押贷款和房屋价值之比为1：2，我就可以做这笔投资了。其实这和印第安维尔斯那套房子的交易一模一样，只不过后者规模更大一些。于是，我决定做这笔投资，我把这笔投资放进了我的安全/安心水桶。

好了，我觉得你肯定会说："等等，托尼！如果房地产市场下跌了，怎么

办？这种投资难道不应该归于风险/成长水桶吗？”

这个问题问得很好，因为我们刚刚经历了一场有史以来最糟糕的房地产大崩盘。从表面来看，似乎你应该把这笔房地产投资放在风险/成长水桶里。但是这也正是我觉得这笔房地产投资很安全的原因。2008年房地产市场跌到了谷底，整个世界都崩溃了，房地产的价格在美国大部分地区下跌了30%～40%，但也有更严重的地方，比如拉斯维加斯、凤凰城、迈阿密的部分区域，房价跌幅超过了50%，但是所有这些地方的房价在泡沫破裂之前，都有过巨大的涨幅。印第安维尔斯并没有经历这么大的泡沫——2008—2010年房价下跌了31%（远远低于50%），单个年度房价的最大跌幅只有13.6%（这发生在2008—2009年）。我们的钱拿出去贷给别人，只有一年时间。所以，既然印第安维尔斯的房地产市场在2008年那样的环境下都没有暴跌50%，那么今年它也不可能出现这样的情况。

这也正是为什么我要把这笔投资归到安全/安心水桶里。在房地产这个领域做投资，你务必小心谨慎。但是房地产投资并不一定收益率低得让人根本提不起兴趣（有时房地产收益率会相当不错，能达到8%～10%，而大多数人在安全/安心水桶里的投资能有1%～4%的收益率，就令人相当满意了），但前提是你要做好功课。

我的看法和大家不同，伊索写的龟兔赛跑的那个寓言，是卖给乌龟读者群的。兔子根本没有空儿读这种东西。

——安妮塔·布鲁克

无聊来自无聊的头脑。

——《内心的挣扎》（金属乐队）

现在，如果同一家公司给我提供12%的收益率，让我投资那套价值200万美元的房产，因为我得到的收益率更高，所以这家公司希望我能贷款给它的资金更多，不是100万美元，而是150万美元。我投资还是不投资呢？在这种情况下贷款金额与房屋价值的比例提高到75%——很明显，我得到了更高的收益，代价是承担更高的风险。这意味着，如果市场下跌25%甚至更多，我可能会亏一些钱。不是万一，而是可能。所以，如果我愿意承担更大的风险来追求更高的收益，这件事就值得我考虑一下。但是我不会把这种投资放进我的安全/安心水桶里，这属于另一个水桶，你很快会在下一章了解到。这个水桶应该贴上一个黄色警告的标签，你摆弄这个水桶的时候必须戴上隔热手套，因为如果你的处理方式不正确，我敢保证它会把你的手烧焦。但是如果你对这个水桶处理的方式有效而且得当，它可以大大加速你通向财务自由的旅程。

现在，你能明白为什么资产配置是一种艺术，而不是一种科学了。安全的概念完全是主观的，有些人觉得无论什么事情都不安全，有些人能够容忍冒那么一点风险。所以，你需要根据个人的基本情况，具体看待每一笔投资的风险。

资产配置真正的好处在于，你估算出合适的资产配置比例：你的钱有多大比例用来保证安全，多大比例你愿意拿去冒险追求更高的收益，好让你的财富增长得更快。在投资上，资产配置决定你成功还是失败，所以你认为自己应该把多大比例的资产放进你的安全/安心水桶——只做安全的投资？1/3？1/2？2/3？如果你不能确保把相当大一部分你辛辛苦苦赚来的钱放在安全的投资上，你可能将来在财务上会大难临头。反过来，要是你把太多的钱放在这个安全/安心水桶里，就会显著地拖累你的财富增长。我们如何找到适当的平衡点？这正是我们努力的目标。既然我们已经锁定了安全的基础，现在是时候真正进入比赛了。

下面是一篇对债券的概述，它就像快速记录的简短笔记。我们来简要介绍一下债券的主要类型，因为债券对于你的安全/安心水桶来说可能是个非常重要的投资，所以这份债券概述很值得你仔细读一下。如果现在读你觉得不太合适，没关系，你只要记住这里有一份简单介绍债券主要类型的参考资料就行了，你可以跳过去直奔下一章。保持那股冲劲。我们正在奔向更大的风险，可能也会有更大的收益。

## 债券简介

绅士们喜欢债券。

——安德鲁·梅隆（纽约梅隆银行创始人）

不久之前，大家都认为债券是最安全、最可靠的投资形式。在超级富豪的投资组合里，债券是大炮，对于普通投资者来说，债券是你安全/安心水桶的奠基石。但是债券最近几年名声很差，这也很自然。美国政府把利率压得非常低，低得离谱。有些发行债券的公司、城市，甚至国家摇摇欲坠——几乎要破产了，购买这些债券对于所有人来说不再是好买卖了。

但是大多数专家仍然认为，在投资组合中，债券还是非常重要的组成部分。（事实上，债券是投资组合的基础，有了债券，你才能组建一个令人震惊的投资组合，让你在所有的经济气候中都能获得良好的收益，你会在第26章中进一步了解。）所以，让我们了解一下债券有哪些基本类型，看一看它们都有哪些优点可以被利用，也看一看它们有哪些缺点需要我们注意。

美国国债。很多投资专家，包括耶鲁大学的资产配置奇才戴维·斯文森，都认为，世界上最安全的债券就是历史悠久的美国国债，因为它们有美国政

府提供的完全信用担保。戴维告诉我：“有了美国国债，就像给投资组合装了铁锚。”但是因为这些债券非常安全，不可能违约，所以美国国债的收益率就低很多。和其他那些不太安全的债券一样，国债也会受到外部事件的冲击，发生价格波动。所以突然之间，你原来觉得债券是一个防弹型投资，但它就在你面前变成炸弹爆炸了。

美国国债有4种不同的类型（它们有不同的名字，按照它们距离到期日时间的长短来命名）。

1.短期国债：这些国债是美国政府借的债，期限不超过12个月。短期国债是短期债券指数基金和货币市场基金投资组合的根基所在。

2.中期国债：期限为1～10年，提供固定利率（称为息票）。你可以每隔6个月收到一次利息收益。

3.长期国债：和中期国债一样，但期限长得多，10～30年。

4.美国通货膨胀保值国债：首创于1997年，这些美国政府通货膨胀保值国债可以保护你避免受到通货膨胀猛增的打击。当你买了通货膨胀保值国债之后，你的本金（就是票面价值）会随着消费价格指数的变化而上下波动，消费价格指数就是反映通货膨胀变化的统计指标——你一年两次收到的利息也会随之变化。所以如果你买了10000美元的通货膨胀保值国债，年利率1.5%，如果消费价格指数在6个月里没有变化，那么你的债券“票面价值”就会保持不变，你还会得到150美元的利息，但是，如果生活成本，也就是消费价格指数上升了2%，你的债券也会随之升值2%，现在的价值是10200美元，那么你一年两次收到的利息也随之升值2%，利息变为153美元。所以，如果你持有很多通货膨胀保值国债，恰巧又发生了很多次通货膨胀，那么你赚的钱会大大增加！下表展示了通货膨胀保值国债是如何运作的。

表22–1 雷蒙德·詹姆斯通货膨胀保值国债

| 年数 | 优惠（%） | 票面价值（美元） | 通货膨胀情况 | 消费物价指数变化情况 | 调整后的资本价值（美元） | 利息（美元） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1.5 | 1 000 | 通货膨胀 | +2 | 1 020 | 15.30 |
| 2 | 1.5 | 1 020 | 通货紧缩 | –1 | 1 010 | 15.15 |
| 3 | 1.5 | 1 010 | 通货膨胀 | +3 | 1 040 | 15.60 |
| 4 | 1.5 | 1 040 | 通货膨胀 | +2 | 1 060 | 15.90 |
| 5 | 1.5 | 1 060 | 通货膨胀 | +1 | 1 070 | 16.05 |

请注意，这种债券的价值也会向下调整。所以，我们如果进入另外一场经济衰退或者经济萧条，就可能损失一部分本金。你如果当时需要提前清算你的债券，按照当时的市值拿钱走人，就只能接受折价贴现。

基本上，如果你买的是通货膨胀保值国债，你就是在赌我们会进入一个通货膨胀的时期。这看起来可能吗？如果你不太确定（其实没有人能够百分之百地确定），你也许可以参照戴维·斯文森推荐的理想投资组合：因为利率上升的时候（通常发生在通货膨胀时期），通货膨胀保值国债会随之上涨。你可以买入同样数量的传统国债，因为传统国债正好与通货膨胀保值国债相反，在利率上涨的时候它的价格会下跌。这样双面下注的话，不管发生什么情况，你的投资价值都能得到保护。

当然，美国并不是唯一发行国债的国家，很多国家也要通过发行债券来筹集资金，维持政府部门的运作。在过去美好的日子里，其实就在几年前，有主权国家完全信用担保的债券，市场普遍认为它们是相当安全的投资选择。但是现在我们看到希腊、西班牙和其他国家都濒临违约，或者像阿根廷一样正在快速坠落，外国政府发行的国债已经成了相当危险的买卖。外国国债在通货膨胀风险面前更加脆弱。如果你买了一个外国债券，其发行货币是不太稳定的外国货币，你要把它们换成美元可能会遇到很大的麻烦。大多数投资顾问都说，还是把这些外国债券的投资留给那些专业的交易员和对冲经理好了，你最好碰都别碰。

但是有没有其他债券能够带来更好的收益率，胜过那些普通的传统国债？下面列出的一些国债类型比其他债券相对更加安全。你要了解其他人对这些类型投资前景的看法，只要看一看这些债券的信用评级就行了。这些评级是根据债券对投资者的风险水平测评进行分类的。

有几个是国际上公认的债券评级机构，比如穆迪、惠誉评级、标准普尔，它们应用特别的公式来对不同发行人进行信用评级，这有点儿像你申请汽

车贷款或者万士达信用卡时对你的信用进行评级。标准普尔的债券评级，最高是AAA（代表最高水平的信心，相信这个公司或者国家不会让它发行的债券违约），接下来是BBB（属于“投资级”债券），然后是CCC，最低是D（意味着债券发行人已经违约了）。债券评级越低，发行人就需要付给债券持有人更高的利息，以补偿他们承担的更高风险。以前大家都把评级低于BBB的债券称为垃圾债券，因为这些是“低于投资级”的债券。这些债券被专业人士重新命名，避开了评级，他们只谈其收益，业内称之为“高收益债券”。

公司债券。公司债券是公司发行的债券，公司想要筹集资金来扩张业务、收购兼并、支付股息、弥补亏损，各种各样的原因都有。那么你应该买公司债吗？这取决于风险大小。如果你选择了错误的债券，你可能会亏掉大部分钱，甚至是全部的钱。尽管有些行业内的老牌公司，比如环球航空公司和柯达公司也都破产了。就在宣布破产一年之前，柯达公司的无担保债券，1美元的面值在市场上只能卖到14美分。但是大多数美国巨无霸公司发行的债券，市场仍然认为它们是相当安全的投资。苹果公司（信用评级AA＋）一直在发行高信用评级的债券，把它们卖给饥渴的投资者，但是这些债券的利率只比美国国债高1%左右！有些投资者，就像戴维·斯文森会说：“为什么要费事去买公司债券？你看好这些公司，就直接去买这些公司的股票好了，你可以获得比债券高得多的收益率。”

但是，如果你想在债券上寻找更高的收益率，你有很多选择。只是这些投资应该进入你的风险/成长水桶，而不是你的安全/安心水桶！比如，大多数人都想回避的所谓的垃圾债券，你必须一个一个地仔细研究，决定这些债券值不值得你冒这么大的风险买入。2014年5月，澳大利亚最大的航空公司澳洲航空公司发行了低于投资级评级的垃圾债券，8年期，发行货币是澳元，年利率7.75%。澳洲航空公司的信用评级降低了，因为最近它出现了亏损和债务问题，但是你会因此就不考虑投资这只债券吗？或者在一个更加极端的层次上，2013年1月，就在一片极端混乱之中，有些人正在购买一年期的埃及短期国债，有担保（你可以想象一下，不稳定的政府做出的担保能有多可靠呢），年收益率14.4%。买这样债券的家伙是在赌，美国政府和沙特阿拉伯政府肯定会出手相助，让埃及保持稳定，埃及能够按时偿付债务，不然它会破坏整个中东地区的稳定。

你追求的债券承诺的收益是不是值得你去冒债券违约的风险？在购买之前，你必须深思熟虑后，再做出这种决策。

当然，我们中很多人既没经验又没时间去做这种高水平的专业研究。一个有才华的受托人投资顾问，也是这个领域的专家，正好可以大显身手。但是也有一些美国国内和国际高收益债券指数基金，可以给你创造良好的收益，同时把风险分散到很多债券上。

市政债券。什么是市政债券？一个州（相当于中国的省）、市、县需要筹

集资金来建设大型市政工程（排水系统、医院、公共交通），当地通过发行债券来借钱搞建设。过去，每个人都认为这些市政债券是双赢的买卖，因为市政债券支付的利息通常免缴美国联邦所得税，可能也会免缴州所得税。但是美国这些市和县发生了什么情况？加利福尼亚州的圣贝纳迪诺和斯托克顿，亚拉巴马州的杰斐逊县，底特律、芝加哥，这些地方政府要么破产了，要么是在破产的边缘，这些地方政府发行的市政债券的持有人倒霉了，将来他们可能会两手空空。他们心里肯定非常生气，当时购买债券的时候，这些市政债券看起来是绝对稳赚的买卖。他们以后再也不会这么天真了。而且，当市场利率水平下跌时，有的时候，这些债券的发行人会提前“赎回”，在债权到期日之前强行归还你的本金。你本来指望能够获得有保障的高收益率，结果一下子就没了。但是你如果认识到了这些风险，也可能找到一些非常好的投资机会，前提是你要有眼光，知道到哪里去寻找，而且市政债券的税收优势确实非常大。

这里有个案例也许对你有参考价值。我有个朋友最近买了纽约市发行的市政债券，他能够得到4%的免税收益率。对于那些需要交纳高税收的人来说，这相当于一个7%左右的应纳税债券［7%×（1–40%）＝4.2%］！为什么他不担心风险？这些债券是用纽约市政府未来的税收收入作为担保的。而如果将来纽约市政府遇到麻烦了，它有能力来提高税收，确保这只债券按期还本付息！他觉得这只债券非常好，他甚至愿意把它归入自己的安全/安心水桶！

关键是，可能会有很多的市政债券对于你来说很有投资价值，但是你需要学习很多相关的知识，多多请教注册投资顾问，或者请教其他见多识广的投资专家。这些人对某些市政债券非常内行。

要给你的投资组合选择适当的债券，以及配置适当的比例，进行适当的组合，这很不容易，你需要做很多预测的工作。你如果不想进行这么麻烦的预测工作，先锋公司创始人约翰·博格的建议是，购买一只低成本又低费用的债券指数基金，你就能够充分分散投资风险，因为这样你就会拥有债券市场的每一个组成部分。在第六部分中，你会看到博格如何把他的这个理念转化为行动，来构建他自己的投资组合。

现在我们继续前进到第二个水桶：风险更高，潜在收益率也更高。

# 第23章 比赛就是为了赢：风险/成长水桶

赢家并不是那个开着最快赛车的人。赢家是那个拒绝输掉比赛的人。

——老戴尔·伊恩哈德

风险/成长水桶是每个人都要去的地方。为什么？因为它很吸引人，它让人很兴奋，很激动！这又是为什么？原因非常简单，一个字“钱”！你能在这里得到高得多的收益率，但是其中的关键字是“能”。能赚钱也能亏钱。你也能输掉你储蓄和投资的所有财富。所以不管你放进你的风险/成长水桶的是什么样的投资，你必须做好心理准备，你可能会亏掉一部分本金，甚至亏得精光，因为你的安全保障措施事先没有做到位。我们怎么知道这一点？因为生命中的任何一件事情，包括市场在内，都像海浪一样，一波接着一波，一个循环接着一个循环，既有上涨的时候，也有下跌的时候。一个人投资某一类资产，碰巧它涨得非常好——不管是房地产、股票、债券、商品或者其他资产——要是他觉得这种涨势将会永远继续下去，他觉得“这次跟以前不一样”，那你就等着看吧，市场早晚会给他当头一棒，让他幡然悔悟，这次仍然和以前一样，有涨必有跌。我为了写本书，采访了约翰·博格，他一再重复那句魔咒：“市场总会回归到平均水平。”（他的意思是，有涨必有跌，有跌必有涨。）瑞·达利欧的一句话一定吸引了你的注意，他说：“不管你最喜欢的投资是什么，你等着看好了，你这辈子肯定会遇到这类资产下跌50%~70%的情况。”尽管风险/成长水桶的上涨潜力没有上限，但是你绝对不要忘了，你也有可能全部亏光（或者至少会亏掉相当大的一部分）。这正是为什么我称之为风险/成长水桶，而不是成长/风险水桶。成长不能保证，但是风险肯定会有。

那么你应该把哪些投资放在风险/成长水桶里？

下面我列出了7类投资，可以供你参考。

**1.**股权

股权其实就是股票的另外一种叫法，相当于学名，它可以是你持有私人企业的一部分所有权，也可以是你用金融投资工具同时持有很多企业的所有权，比如你买了公募基金、指数基金或者ETF（交易所交易基金）。这等于你同时持有几百只股票，同时身为这几家上市公司的股东。

ETF可以说是股票市场最具人气的明星，它增长迅速，2011—2014年，ETF规模增长了20倍，持股市值超过2万亿美元。但是ETF究竟是什么？其

实ETF和公募基金或指数基金本质上是一样的，分散投资很多股票或其他种类资产，由此形成一个资产包，但是它和开放式基金或指数基金不同的是，你可以在股市上买卖ETF，就像买卖个股一样。而大多数ETF都是追踪一个主题（小盘股、股票、市政债券、黄金，或者追踪一个指数）的，但是你要是投资一个指数基金或者开放式基金，必须等到交易日结束后你才能买入或者卖出，而ETF在一整天的交易时间内可以像股票一样随时交易。专家说，如果你喜欢指数基金这种投资思路，但是你又想择时交易，在交易时段内看到价格低了，就低位买入，看到价格高了，就趁机高位卖出，那么ETF会很适合你。但是这是交易，而不是投资。你试图选择市场时机，频繁交易，这样做会给你自己带来非常高的风险。

还有另外一个不同：你买了一份ETF，其实你买的不是真正的股票、债券、商品，或者其他包括在这个基金里的东西，你其实买入了一份投资基金，由这只基金来持有这些资产。发行ETF的基金公司承诺，你买ETF的投资收益和你自己直接持有这些资产是一样的。这听起来很复杂，其实没什么难的。

很多人喜欢ETF，是因为ETF能给你带来范围非常宽广的分散投资，和你自己操作这样的分散投资相比，成本低得多。事实上，很多ETF的费用要比传统指数基金更低，有时所需的最小投资金额也更低。而且因为ETF追踪的是指数，建仓之后，持股稳定不变，只有指数调整少量成分股时，才会引起ETF跟着调整持仓，所以一年下来，很少交易，自然不会有很多产生资本利得的收益，因此ETF有很高的税收效率。（不过，也有一种更加趋向于主动管理型的ETF在市场上出现，这降低了它的税收效率。）

你应该投资ETF吗？约翰·博格——先锋公司的创始人（先锋公司同样也提供很多种类的ETF）——告诉我，他觉得持有投资范围很广、分散的指数型ETF，当然一点儿错没有。但是他警告，有些种类的ETF对于个人投资者来说太专业了，最好别碰。“你用ETF，不但能赌市场，还可以赌国家，赌行业板块，你可能是对的，也可能是错的。”

**2.**高收益债

你也许知道，高收益债其实就是垃圾债券，称它们为垃圾是有理由的。这些债券只有最低的安全评级，你可以得到高收益率的息票（高于更加安全的债券的收益率），但是这只是因为你冒了大风险。对于一个新手来说，你最好别碰它们，回过头去读一读前面的债券概述，就在上一章的末尾。

**3.**房地产

我们都知道，房地产能产生巨大的收益，你可能对房地产这个种类已经知道得很多了。但是你可能不知道，除了买房卖房这个传统方式之外，还有很多方式可以投资不动产。你可以投资一套住宅，把它租出去，得到租金收入。你可以买不动产，重新装修，然后短期内转手卖出。你可以投资第一信托契约。你可以买商铺（商业不动产）或者一套公寓。我前面讲过，我最喜欢的房地产投资种类之一，就是投资养老住宅，你既可以得到稳定的租金收入或分红收入，又可以得到未来资产升值的收益。你可以买房地产投资信托基金。这种基金持有大量的商业不动产（或者抵押贷款），然后再向小投资者出售基金份额，就像开放式基金一样。房地产投资信托基金可以像股票一样交易，你可以买入一只房地产投资信托基金指数基金，这可以让你分散投资到很多不同的房地产投资信托基金上。

为了投资增值，诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·席勒告诉我，你最好投资房地产投资信托基金，而不是投资自住型的房产（它属于安全/安心水桶）。购买商业地产或者公寓，对于我来说是一个更好的投资，它胜过自己买套房子，因为前者要租出去更加容易。当然这可能是会变的。和任何一项投资一样，你必须停下来，好好想想自己赌的是什么。你赌的是房地产的价格会随着时间的推移而上涨，但是这没有保障，所以要放在风险/成长水桶里。如果房地产价格确实上涨了，你就会有很好的收益率，如果它没有上涨，你什么也得不到，甚至会输得精光。当你自己买房子的时候，你赌的是你的房子价格会上涨。当你购买与之关联的房地产类产品（出租单位、公寓楼、商业地产、房地产投资信托基金或持有相关指数基金）时，席勒指出，你有两种赢的方式：一方面你可以持续获得收入，另一方面如果这些房地产升值，你就有机会赚钱了，你可以在升值之后把它们高价卖出。

**4.商品期货**

这个种类的资产包括：黄金、白银、原油、咖啡。很多年来，大多数人认为黄金是最安全的投资天堂，它在他们的安全/安心水桶里占了一大部分。传统的智慧认为，乱世藏黄金，在不确定的动荡年代，黄金的价值只会涨。结果，黄金的价格在2013年跌幅超过25%！人们这才明白，黄金也会暴跌。为什么你要投资黄金？你可以持有一小部分黄金，你可以这样说：“这是为了避免纸币消失，这能给我带来一份小小的安全感。”你知道，如果整个世界都崩溃了，政府也崩溃了，僵尸入侵，统治整个世界，至少你还有点儿黄金或者白银让你能买上一条小船，航行在大海上。（忽然一想，僵尸也会游泳啊！）另外，黄金也可能属于你的风险/成长水桶。你投资黄金是为了保护自己，对抗通货膨胀，或者作为平衡投资组合的一个组成部分，我们后面会学到如何在投资组合中配置一部分黄金。但是你必须接受风险。不要愚弄自己，你买黄金，其实你是在赌金价会上

涨。和其他很多投资不同，黄金这种投资是绝对不会产生收入的，而你投资股票会有分红收入，投资房地产会有租金收入，投资债券会有利息收入，而投资黄金什么收入也没有。所以不管投资黄金值不值得，风险是肯定存在的，所以黄金肯定应该属于风险/成长水桶。这并不是指责、攻击黄金，事实上在合适的经济情况下，黄金可能成为超级投资明星。正是因为这个原因，你将会看到，在你的投资组合中持有一小部分黄金，会非常有用。

**5.**外汇

想炒日元吗？其实所有的外汇，就是外国的纸币，也只是一张纸而已。外汇投资，其实纯粹是投机。有人炒外汇发了大财，但更多的人亏了大钱。那些内心不够强大的人不适合炒外汇。

**6.**收藏

艺术品、葡萄酒、钱币、汽车、古董，还有很多其他东西，都可以收藏。同样，了解值得收藏的资产，你要有非常专业的知识，还要有很多时间。

**7.**结构化票据

前面我们说过了，结构化票据属于安全/安心水桶。同一个东西怎么能够同时属于两个水桶？因为市场上有各种类型的结构化票据，有些百分之百保本，可以进入你的安全/安心水桶——发行票据的银行只要在财务上非常稳健，就肯定能够保本。另外，还有其他种类的票据，可以给你带来更高的潜在收益，但是如果票据挂钩的指数下跌，你的本金只能部分保本。比如你买了一个票据，有25%保本，这意味着只要股市下跌幅度最高不超过25%，你就一分钱也不会损失。如果股市继续下跌，跌了35%，超过25%的保本范围，你就得不到保护了，就要亏本10%。但是因为你承担的风险更大，你得到的上行收益相应也更多——有时会高达挂钩指数上行收益的150%。比如，如果股市上涨了10%，你就可以得到15%的收益。所以，你将来得到更大的收益是可能的，但是你承担了更大的风险，这是一定的。再一次提醒你，结构化票据应该用你的个人退休金账户购买，它能让你脱离所有过度征收的费用，然后给你带来更高的税后收益。

安全并不是意外发生的。

——佛罗里达州高速公路上的标语

到现在为止，我们已经讲了一些投资工具/资产，它们可以纳入你的风险/

成长水桶，让这个水桶里的投资更加分散。你可能疑惑不解，为什么我没有把一些风险更大的投资工具包括在内？这些投资工具现在还蛮流行的：看涨和看跌期权、信用违约债券，还有一大堆稀奇古怪、深奥难懂的金融工具，现在交易者在市场上都能买到。你如果是富豪，也许会聘请专业受托人投资顾问，帮你仔细看一看如何使用这些投资工具。但是你务必清醒地认识到：只要一玩这种游戏，你就再也不是一个纯粹的投资者了，你变成了一个投机者。这就是所谓的动量交易。你必须认识到，如果你玩这种游戏出错了，你会把本金亏得精光。这还不止，你还要欠上一屁股债，从此天天被人追债。因为本书讲的通向财务自由之路的途径是多存钱，多投资，用复利实现增长，所以在此讨论这类动量交易的资产并不合适。

## 现在进入游戏的时候到了

好了，现在你了解哪些资产选手属于你的资产配置水桶团队了，现在你也知道打造一个赢家团队的关键所在：分散，分散，还是分散！但是还有其他东西，你也要知道！你并不只是要把大类资产配置分散到安全/安心水桶和风险/成长水桶，在这两个水桶内部你还要进一步进行分散投资，也就是说中类资产配置也要分散。正如伯顿·麦基尔与我分享的那样，你应该“分散到不同的证券，分散到不同的资产类型，分散到不同的市场，分散到不同的时间”。这样你才能构建出一个投资组合，它能够应对所有的投资气候，成为一个全天候投资组合！例如，他说，你希望投资的不仅是股票和债券，还要投资不同类型的股票和债券，这些股票和债券来自不同的市场，分别属于世界不同的国家和地区。

大多数专家都认同，终极的分散投资工具，对于个人投资者而言，就是费用低的指数基金。这可以让你用最低的成本分散到数量最多、范围最广的证券上。“分散投资的最好办法就是持有指数基金，因为这样做就不需要支付所有费用了。”戴维·斯文森告诉我，“你能得到税收效率，得到同样的税后收入，你支付的税却更少。”这意味着，如果你在个人退休金账户或者401（k）这类有税收优惠的账户之外的其他账户进行投资，要是你买的是公募基金——它们大多数都会被不断地买进卖出——你就要交纳很多的资本利得税，而如果你投资的是指数基金，你就很少进行股票交易，也就交很少的税，你的税收效率就高多了。

## 拿点儿小钱，找点儿乐子

当然，如果你已经让你的赚钱机器马力全开，你有欲望从风险/成长水桶里拿出来一小部分资金，做些日间交易，当天买，当天卖，这也没有什么错。“把你最重要的钱都买成指数基金，长期持有，然后拿点儿小钱，找点儿乐子。”伯顿·麦基尔告诉我，“拿点儿小钱炒炒股票，总比你去赌马买

彩票好。”但是他说，你要节制，短线炒股的资金规模最高不超过总资产或者投资组合净值总额的5%。

上面讲的所有这些内容，是不是基本上讲清楚了什么样的投资组合比例，对于你来说是最好的？在你决定之前，务必牢记一点，我们都有一种倾向，会把很多钱投在我们最看好的资产上，因为我们认为投资这种资产能带来最大的收益。每个人都能获得胜利。你知道为什么吗？不同的环境，不同的形势，让不同的投资大涨。所以，比如现在房地产很火，你已经投资了房子，现在大赚了，你真是个幸运儿。要是股票市场很火，如果你手上有股票，你简直是个天才。债券表现很好，如果你手上有债券，那么你就是一个投资大师。也许真实的情况只不过是你在正确的时间出现在了正确的地方。所以你最好不要过度自信。这正是资产配置如此重要的原因。世界上所有聪明的人都会怎么说？“我会出错的。”所以他们精心设计理想的资产配置，让自己长期能够赚到钱，即使他们短期出了错也没有关系。

## 我们来检测下你的知识

接下来，我会给你看一看投资组合（资产配置），它们是由一些有史以来最伟大的投资者设计的。一开始，我们先来看一看投资大师戴维·斯文森——耶鲁大学首席投资官，管理资产规模239亿美元。他绝对是一个资产配置大师。我来到耶鲁大学，到戴维·斯文森的办公室向他当面请教，我问他一个关键的问题：“如果你不能把一分钱留给你的孩子，只能留给他一套投资法则，教他构建一个投资组合，这会是什么？”

戴维·斯文森展示给我他推荐给个人投资者的资产配置——他认为这个配置可以经受住时间的长期考验。他也向所有机构推荐这个投资组合，但是不包括耶鲁大学、斯坦福大学、哈佛大学、普林斯顿大学。为什么？因为这4所大学雇用了一个全职的由顶尖分析师组成的投资管理团队。

一看到他列的投资组合清单，我就震惊了：怎么会如此精致，又如此简单呢！我前面给你讲了15类资产，你可以从中挑选，分别配置到两大水桶里。戴维·斯文森只使用了6类资产，都是指数基金。我也很吃惊，他给其中一个水桶配置的资产比例特别高。你可以猜出来是哪个水桶吗？到现在为止，我们已经学到了安全/安心水桶和风险/成长水桶，那么让我们运用过去学到的知识，更深入地了解该如何分别配置这两个水桶的资产。

看看下面的图，记住每种资产类型属于哪个水桶。核查一下，你觉得哪个属于安全/安心水桶，哪个属于风险/成长水桶。

| 戴维·斯文森投资组合 | | 哪个水桶? | |
|---|---|---|---|
| 资产类型（指数基金） | 比重 | 风险 / 成长 | 安全 / 安心 |
| 美国国内股票 | 20% | ❑ | ❑ |
| 国际股票 | 20% | ❑ | ❑ |
| 新兴市场 | 10% | ❑ | ❑ |
| 房地产投资信托基金 | 20% | ❑ | ❑ |
| 美国长期国债 | 15% | ❑ | ❑ |
| 通货膨胀保值国债 | 15% | ❑ | ❑ |

图23–1

我们先从前4项资产开始。

第一项资产是广泛的美国国内股票指数基金，有些像先锋500指数基金或者威尔逊5000全球市场指数基金。你会把它放在什么水桶里？这类投资有风险吗？当然了，绝对有风险。能得到有保证的投资收益率吗？绝对没有保证。可能会让你亏得精光吗？不可能，但是可能会大幅下跌，而且时不时地会下跌。长期来看，美国股票的历史业绩纪录非常出色。还记得，美国股市的业绩和你自己持有的房地产相比是什么情况吗？过去，股票投资长期业绩表现良好，但是短期而言，它们是波动性最大的资产之一。在过去87年（1926—2013年）里，标准普尔指数有24年是亏损的。所以，股票指数基金应该属于哪个水桶？对，就是风险/成长水桶。

第二项资产是国际股票。戴维·斯文森把很大的比重配置在美国国外的股票上，因为这能给投资组合带来更大的分散度。如果美国经济衰落，欧洲或者亚洲的企业可能会繁荣。但是并不是每个人都会认同戴维·斯文森的这个看法。可能外国的货币并不像美元那样稳定，所以这里存在“外汇风险”。约翰·博格有64年的成功投资经验，他说，持有美国公司的股票，其实就是全球化投资。“托尼，真相是，美国的大公司没有一个是只做国内业务的。”他告诉我，“美国大公司的业务其实遍布全球，比如麦当劳、IBM、微软、通用汽车。所以你买了美国大公司的股票，其实它们就是一个国际性的投资组合。”那么外国股票属于什么水桶？我想大家都会认同，它应该被放到风险/成长水桶里。

第三项资产是新兴市场。戴维·斯文森喜欢把一些资产配置到新兴市场的股

票上，也就是发展中国家的股票上，比如巴西、越南、南非、印度尼西亚，它们的波动性相当大，你可能会得到非常辉煌的业绩，但是你也可能亏得精光。所以这些新兴市场的股票投资应该被放到风险/成长水桶中。

第四项资产是房地产投资信托基金。戴维·斯文森告诉我，他喜欢的房地产投资信托基金的特点是，“拥有大型CBD（中央商务区）的办公楼和大型的区域性购物中心，以及工业建筑，这些资产一般能贡献相当高的租金收入”。所以，这些房地产投资信托指数基金能产生很高的收益率，但是波动性也相当大，它们会随着美国商业不动产市场行情的起伏而波动。那么这些房地产投资信托指数基金应该被放到哪个水桶？你知道的，风险/成长水桶。

我们再来看看戴维·斯文森投资组合资产清单上的最后两项资产：长期美国国债、通货膨胀保值国债。它们是不是以提供更低的回报，换来更高的安全性？它们应该分别属于哪个水桶？你知道的，是安全/安心水桶。

祝贺你，你已经把6个主要类型的资产安排到合适的资产配置水桶里了。这代表你已经超越了证券市场上99.9%的人，他们都做不到这一点。你能做成这件大事，很酷，是吧？现在让我们钻研得更深一些，好深入理解为什么戴维·斯文森要选择这些资产来进行资产配置。为什么这样的资产配置可能适合或者可能不适合你？

首先，我们来看看安全/安心水桶。戴维·斯文森说他只选择美国国债，“因为这些债券很纯粹，有美国政府提供完全信用担保”。但是为什么他要这样选择？一半是传统的美国长期国债，另一半是通货膨胀保值国债。

我对戴维·斯文森说：“你这样对半配置的意思大致是，如果我想得到绝对的安全保障，我就要保护自己，既要预防通货膨胀，又要预防通货紧缩。”

“你说的对极了。”他说，“我不敢相信你能看出来这一点！很多投资债券指数基金的人，都把这两类国债搞混了。美国长期国债是用来防止通货紧缩的，就像2008年我们所经历的通货紧缩那样。但是如果你买了传统的国债，后来发生通货膨胀，你的投资组合就会发生亏损。如果你买了通货膨胀保值国债，后来发生通货膨胀了，你就能够得到保护。”

请你一定要注意，戴维·斯文森就像所有最优秀的投资大师一样，不知道未来会发生什么，所以他做了两手准备。你看到他这样的对半配置，你可能会说：“50%的可能性发生通货膨胀，50%的可能性发生通货紧缩。是不是他觉得两种可能性相同，所以要对半配置？”并不是那么简单，但是你这种想法也很有道理。戴维·斯文森是在用安全/安心水桶的投资作为一种

保护，如果他的股票投资或者不动产投资下跌了，他就减小了下行风险，因为他持有一些东西可以对冲这些投资风险。所以，他可以确定他的安全/安心水桶里的投资肯定是能赚到一些钱的。他不会损失他的本金，所以他的安全/安心水桶的资产配置操作做得很巧妙。首先他不会亏钱，而且他可能会额外多赚到一些钱，不管未来发生通货膨胀或者通货紧缩，他都会有钱赚。这真是一个非常聪明的做法。

但是我有些吃惊的是，按照戴维·斯文森的资产配置，安全/安心水桶只占30%，70%的资产都被配置到风险/成长水桶中了。我觉得，这样的资产配置对于有些投资者来说太激进了，所以我问戴维·斯文森："这样的资产配置对于普通投资者来说合适吗？"

"这个问题问得非常好，托尼。"他说，"股票是资产配置的核心，特别是从长期而言。我的意思是，如果你看一看最近的长期业绩表现，10年、20年、50年、100年，你会看到股票投资收益率远远高于固定投资收益率。"

历史数据可以完全支持他的看法。看看下面这幅图，它追踪的是过去100~200年的股票和债券收益率。这幅图表明，从历史上看，美国的股票复利年化收益率完胜债券。事实上，1802年投资1美元的股票，按照8.3%的年化收益率计算，到2000年能增值到880万美元，上涨了880万倍。

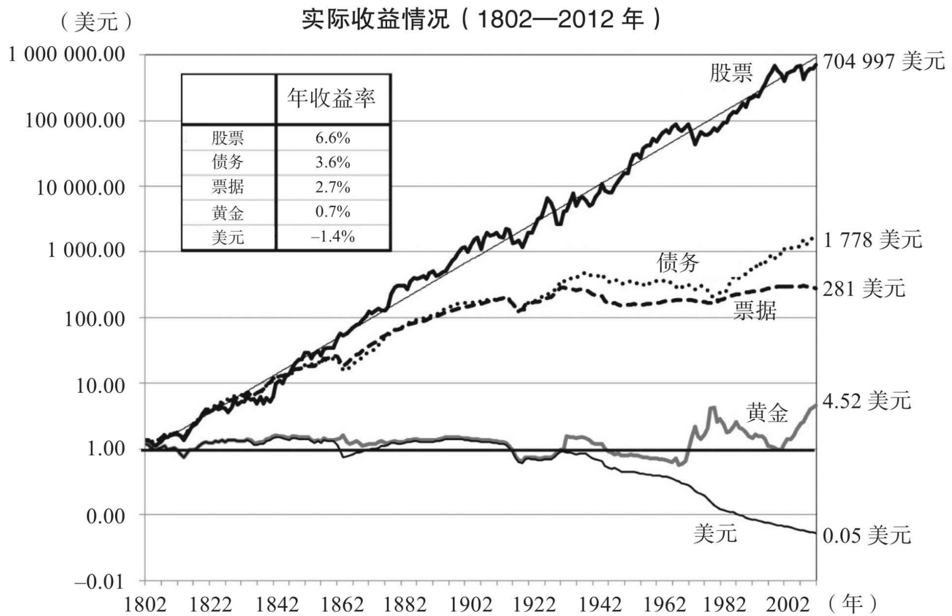



图23–2

所以戴维·斯文森把他理想的投资组合设计成了一个赚钱机器，通过极其分散的投资，提供相当稳定的收益，而且因为他进行了长期投资，所以这个投资组合能有充分的时间安然地度过股市的周期性下跌。

我很好奇，想看看这样的资产组合过去的表现怎么样。过去17年中，股票市场波动很大，从1997年4月1日开始，通货膨胀保值国债问世，到2014年3月31日结束。其间，标准普尔500指数的表现就像斗牛表演中一头疯狂的公牛，但是也有下跌的年份，把下跌的年份加在一起计算，市场累计跌幅达到51%。于是，我组建了一个金融专家团队，测试这个组合的业绩表现，并和同期的指数表现进行对比。你猜猜看，结果怎么样？戴维·斯文森推荐的投资组合完胜股票市场，年化收益率达到7.86%！在2000—2002年大熊市里，标准普尔500指数下跌接近50%，斯文森的投资组合相对表现得要稳健多了，在这可怕的几年里，累计亏损只有4.572%！像其他重仓股票的投资组合一样，斯文森的投资组合在2008年股市大崩盘里也遭受了打击，但是它的表现仍超越标准普尔500指数（下跌31%，而不是下跌37%），之后就快速反弹了。[1]

所以，女士们，先生们，能够真正长期持续战胜市场的投资人，100万人里也难找出1个人，绝对是凤毛麟角，戴维·斯文森就是这样一个极其罕见的绝世高手——用这个投资组合，他持续战胜了市场，一不选股，二不选时，完全只靠资产配置的威力！你可以得到戴维·斯文森的最好的投资建议，就在此地，就在此时。哪怕你读完本章，唯一收获的东西就是戴维·斯文森建议的这个投资组合，我想你也肯定会说：这时间花得值。不过，你要明白的最重要的事情是：即使这个组合业绩比整个股市更好，更稳定，这仍然是一个相当激进的投资组合，它需要你具有强大的心理承受能力，因为拿着自己辛辛苦苦攒的血汗钱做投资，看到账面亏损1/3，很少有人能承受得了，大部分人都被吓得两腿发软，内心崩溃，想赶紧把股票卖掉。那么这个投资组合适合你吗？如果你很年轻，也许会有兴趣做这样重仓股票的资产配置，因为你有足够的时间从任何损失中恢复元气。要是你正准备退休，这个组合也许太危险了。

不过，不要担心。我在后面的内容里会介绍给你几个其他投资大师推荐的投资组合模板，包括瑞·达利欧告诉我的一个很详细的资产配置方案，它好到让我吃惊得要从椅子上摔下来！这个投资组合简直太棒了，所以我要用整整一章来讲。这里先做个提示：瑞·达利欧建议的这个投资组合，其激进程度大大弱于斯文森的投资组合，用同样的时间框架来对它进行回测，瑞·达利欧的投资组合年化收益率更高，而且波动性明显更小——业绩表现要平稳多了，它会给你带来相当高的成长性，而且风险性是最低的，至少在我见过的组合中确实如此。

在任何一个做出决定的时刻，你能做的最好的事情就是做正确的事情，第

二好的事情是做错误的事情，而你能做得最糟糕的事情，就是什么事情也不做。

——西奥多·罗斯福

但是，我们暂时还要回过头来看一看大局，你如何决定自己的大类资产配置比例：你把自己资产的多大比例用来承受风险、追求成长，你又把多大比例的资产用来获取低收益、追求安全？在你做出选择之前，你必须考虑以下三个因素：

●你的生命阶段

●你的风险承受能力

●你能得到的流动性

第一，你的人生还有多少时间让你创造财富，允许你在投资的道路上犯下投资错误，等你年纪大了，生活的主要目的不是赚钱而是花钱了，时间不再允许你犯下投资大错，因为你输不起了。如果你很年轻，当然可以更加激进，因为你有更长的时间来赚钱弥补你的损失。（不过可没有人愿意养成亏损的习惯。）

你的资产配置比例还取决于你的收入水平。如果你能赚很多钱，你就能承担得起犯更多错误的损失，而且还能够有本钱继续投资来弥补这些错误，对不对？

## 真人秀游戏：你愿意冒多大风险？

谈到风险，什么样的风险是你可以承受的？每个人的看法有很大的不同。我们有些人极度渴望安全。还记得我们前面讲的那六大人类基本需要吗？确定性是排名第一的人类基本需要。但是也有些人渴望不确定性和变化，爱过那种惊险刺激的生活。你必须知道你的个性，然后才能开始动手大干一场。所以，让我们假设你现在正在参加一场真人秀游戏，下面哪些东西是你想要得到的？

●1000美元的现金

●有50%的可能赢得5000美元

●有25%的可能赢得10000美元

●有5%的可能赢得100000美元

这里还有另外一个游戏：你刚刚攒够了钱，要来一次度假。在你计划休假的3个星期之前，你丢了工作。你会：

●取消度假

●换个价钱便宜得多的度假计划

●继续按计划度假，因为你需要时间做好准备

●延长你的假期，因为这也许是你最后一次坐头等舱的机会了

罗格斯大学开发了一套在线测试，共20道题，只需要你花5分钟，就能帮助你确定自己属于什么样的风险承受级别。但是真正的答案是什么，你自己心里最清楚。

过去30年，我一直在举办财富大师训练营，参加者来自全球100多个国家，各种各样的人都有，他们通过参加这个完全浸入式的为期4天的财富大师训练课程，改变了他们的财务人生。在这个训练营上，我喜欢跟他们玩一个小游戏，叫作“金钱传递”。我在讲台上告诉听众和其他人“交换金钱”。我说的就是这4个字。通常大家听我这么一说，就会有几分钟的沉默，然后他们充满困惑地开始交换金钱。有些人拿出1美元，有些人拿出20美元，有些人拿出100美元。你可以想象会发生什么情况。人们四处走动，他们互相观察，他们决定如何交换。有些人在协商；有些人把他们的钱全都拿出来了；有些人拿了别人100美元，却只给对方1美元，你可以想象那个人脸上的表情是多么震惊。这种交易持续进行三四分钟之后，我会说：“好了，请坐。”然后我转到下一个话题接着讲。

每次都一样，肯定会有人大叫：“嘿，我想拿回我那100美元！”

我会说：“谁说那是你的100美元？”他说：“拜托，我们只是在玩游戏。”我说：“是的，你怎么知道这个游戏结束了？”通常这个人听到后会满脸困惑，只好坐下来，心里还是非常气愤，毕竟自己失去了100美元。最终他们都从这个游戏中得到了启发：对自己的风险承受力，他们感觉到的和现实完全是两回事。那个家伙觉得自己有很高的风险承受力，但是他才失去了100美元，就让自己愤怒得受不了了。看到这种事，往往让我很震惊。想象一下，要是你亏损了1万美元、10万美元，甚至50万美元，你会有什么样的反应？激进的投资者在相对较短的时期内可能会亏掉这么多钱。人们并不知道他们真正的风险承受力是多大，直到他们发生了相当大的亏损，真实体验到巨大的亏损，他们才会知道自己的实际风险承受能力是多大。

我承受过上帝也会震惊的亏损——在我人生的某阶段我亏掉了几百万美元，可我其实没有那么多钱，结果是我亏的钱比我所拥有的全部资产还要多，这些考验你勇气的事情会惊醒你！但是亏损的数字是大还是小并不重要，亏损100美元或者1000美元就可能让你痛苦得受不了了。输的痛苦远远超过赢的快乐，这正是为什么你的投资弹药库里，一定要有一些像全天候投资组合这样的武器装备，因为只是依靠资产配置，你就可能明显地减少承受重大亏损的风险。

科学研究表明，我们天生痛恨亏损。科学研究还表明，人类并不擅长评估自己获胜的潜在可能性。有时你做了几笔成功的投资，你就开始想："看来我很擅长做投资。我这个人做什么都行！"因为人类的天性，你才会觉得你能战胜系统。这正是心理学家所说的激励误区，我们大多数人会觉得自己在预测模式上表现得很好，自己会很幸运地中大奖，但其实我们并没有那么好，也没有那么幸运。但当我们有机会中头奖时，我们就会这样想。除此之外，还有什么原因能够解释这么多人热衷于买彩票？斯德哥尔摩大学1981年做的一项研究非常有名。该研究发现，93%的美国汽车司机觉得他们的开车技术高于平均水平。这种现象甚至还有个专门的名称，叫作乌比冈湖效应。这个名词来源于加里森·基勒书中描写的那个神秘小镇，那里"所有的孩子都高于平均水平"。哎，谁不是觉得自己高于平均水平？但是，在钱的事上，要是你有这样的心理误区，觉得自己比其他所有人都要好，那会让你付出惨重的代价。

要是你是个男人，你会觉得很内疚，自己竟然有这种生物化学上的偏见。男性睾酮会让人过度自信。一个又一个研究表明，女人往往能成为更好的投资者，因为她们并不会高估自己准确预测未来的能力。有的时候，自信是好事，但也有很多时候，自信是坏事，会起反作用。你只要看一看小孩子就明白了。"我是超人！我要飞喽！你看我敢跳下屋顶！"我完全可以说，如果你是位女性读者，你做投资天生就比男性有优势。

当市场上涨再上涨的时候，投资者就会陶醉在盈利之中，我赚钱了，我又赚钱了。每个人内心都会受到诱惑。正是这种心理让投资者出了大问题。这样过度自信的结果是，他们把自己大部分的钱，甚至所有的钱，都投到股票等热门投资上，而这些投资应该属于风险/成长水桶中的资产——不只是70%，有时是80%、90%，甚至是100%。股市和楼市很火的时候，有些人甚至借钱来投资股票和房子，因为他们相信这些股票永远会上涨，直到亲眼看到股市不再上涨，下跌了，又下跌了，他们才不相信股市会永远上涨。因为他们的资产配置做得很糟糕，把大部分钱都投在股票或房产这样的野马身上，后来他们把钱全部亏光了，有的人甚至还欠了一屁股债。这些人失败的原因是，等到他们听说股票市场（或者是黄金，或者是房地产，或者是商品期货，或者是其他资产）是个赚钱的好地方时，这个

市场的泡沫通常就快要破掉了。你需要事先妥善地安排和设置好一个系统，以确保你不会受到引诱，不会把太多的钱投在任何单一的市场上或者单一的资产类型上，不会把太多的钱放到你的风险/成长水桶里。

所有这些东西听起来非常简单，像是常识，特别是那些资深投资者会觉得自己什么都知道，什么都明白。但是有时候越是水平高的投资者，因为他们太想追求成功了，结果越容易偏离轨道掉到山沟里。他们忘记了那些投资常识。

当然，总有些投资者根本不听这些道理，他们做投资一点儿不讲道理，不讲理性，“非理性繁荣”就是这些人给煽起来的。他们相信了那个最大的投资谎言：“这次肯定不一样。”我知道有好几十件这样的真人真事，故事的结局都很悲惨。就拿乔纳森来说吧（为了保护他的隐私，我就不讲他的真名了），我这个朋友做生意发了笔财，后来他把所有东西都卖掉，拿到一笔钱，去投资当时很火的拉斯维加斯房地产市场。一开始他赚了些钱，于是他加倍投资，疯狂地借钱来持续开发房地产项目。每一次，乔纳森来参加我办的投资理财大师训练营，他都会听到我一再重复讲资产配置非常重要，要学会“落袋为安”，把你的一些盈利放进你的安全/安心水桶里，不要把你所有的鸡蛋放在同一个篮子里，不管现在这个篮子看起来多么诱人。乔纳森很信任我这个人，也很信任我的投资理财大师训练营，正是参加这个训练营，他才让企业盈利超过10倍的，不然他哪里有钱来做房地产投资？他卖掉了自己的公司，拿到了1.5亿美元。我给他的建议是，现在是时候把赢的钱拿出来放进安全/安心水桶里了，但是他没有听我的。现在他才知道自己太自以为是了，把我的话都当成了耳旁风。他想成为亿万富翁，他觉得自己做得很对，正在大步奔向目标。但是后来你也知道，拉斯维加斯发生了房地产大崩盘。你猜猜房价暴跌了多少？2007—2012年暴跌了61%。乔纳森所有的财产都亏光了，这还不止，两手空空的他还有5亿美元的债务要还。

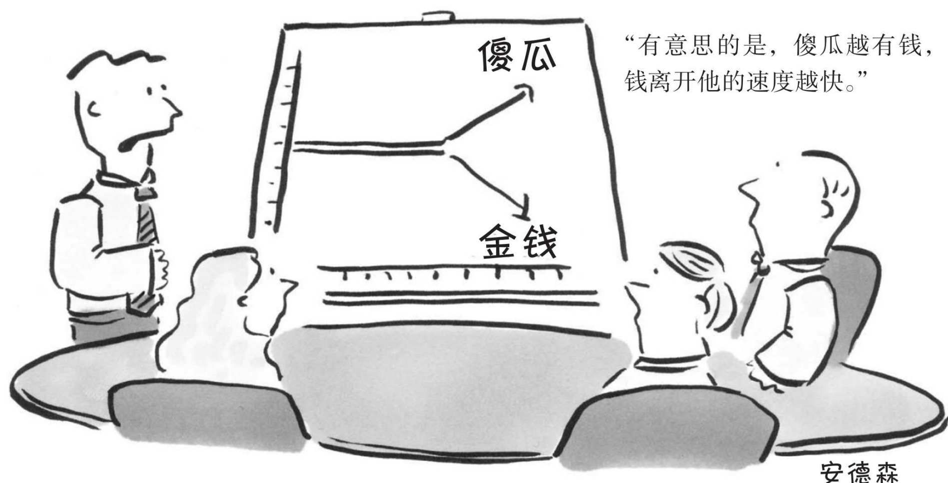



图23–3

我真诚地希望，所有这样的投资蠢事从此再也不会发生。如果说这一章你有什么东西应该牢记在心的，那就是把你所有的钱都放在风险/成长水桶里，你就是自找死路。这正是为什么很多专家估计，从任何一个10年来看，几乎95%的投资者都是亏钱的。一般来说，他们总是在市场大涨浪潮涌起之后追涨买入（包括房地产、股票、黄金），而在市场下跌的时候，他们就像岩石一样坠落。暴涨之后必有暴跌，他们必定会受到巨大财务损失的打击。

我们的投资建议再好，有些人就是不听。他们必须用最痛苦的方式来学习，吃尽苦头，才能吸取经验教训。但是为了避免这类痛苦的教训，帮助你决定什么样的选择对你才是正确的，我需要提醒你，找一个没有利益冲突的、独立的受托人投资顾问，这才是一个正确的选择。请注意那些职业运动员，那些在他们从事的体育项目上成绩属于顶尖水平的男运动员或者女运动员，他们总会找个教练，帮助他们保持顶尖的成绩。为什么他们要这样做？因为教练会注意到，什么时候他们在比赛时偏离正轨了，然后帮助他们做些小的调整，结果会产生巨大的效果。同样的事情也适用于你的投资理财。一个非常棒的受托人财务顾问就像一个好教练，他会帮助你保持一直在正道上前进。当你开始像个青少年一样冲动，追逐业绩，在市场上涨中过于陶醉，迷失自我时，或者在市场下跌中过于恐惧，想要逃离时，他们会及时相劝，他们可以说服你离开悬崖，避免你做出一个致命的错误投资决策。

## 选个数字，随便一个数字

现在是时候估算一下你的两个水桶的资产配置比例了！比如，你现在拿到手10000美元的奖金（或者你已经积累了10万美元、20万美元、50万美元、100万美元，甚至更多的钱），你决定把这些钱都拿去投资。到现在为止，你读了这么多，学了这么多，知道了这么多，这些钱你该如何把它们分散进行投资？你的新投资哲学是什么？你的钱有多大比例会被放在安全/安心水桶里，在安全的环境下保持稳定增长？还有多大比例的钱你愿意放到风险/成长水桶里，去冒险追求更高的潜在增长？

你可能听说过那个古老的经验法则（约翰·博格称之为粗略估计方法）：你的年龄有多大，投资债券的比例就有多大。换句话说，用100减去你的年龄，就是你可以投资到股票上的资产比例。如果你现在40岁了，那么你应该把60%（100% - 40%）的资金投资在股票上，这属于你的风险/成长水桶，40%的资金投资在债券上，这属于你的安全/安心水桶。等你到了60岁，你投资股票的比例应该是40%（100% - 60%），而投资债券的比例应该是60%。但是，这样的资产配置比例已经远远不符合当代的现实情况了。股票和债券二者的波动性都大大增加了，而且现在的人活得比过去长多了。

那么什么样的资产配置比例才适合你？你希望更加激进，冒更多的风险，就像戴维·斯文森建议的重仓股票的投资组合一样，30%的资金投资债券，追求安全，而70%的资金投资股票，承受风险吗？这意味着你那10000美元的资金，要拿出30%，也就是3000美元，放进安全/安心水桶中，而70%的资金，也就是7000美元，放进你的风险/成长水桶里。（如果你有100万美元，这个资产配置比例不变，你就要把30万美元放进安全/安心水桶里，70万美元放进风险/成长水桶里。）你真的承受得起这样三七分的资产配置吗？你是不是有足够的现金？你是不是有足够的时间？你是不是足够年轻？你是不是需要更加保守一点，像很多养老金机构那样，来个六四分或者五五分？还是你年纪大了，接近退休了，那么你希望是二八分？重要的不是大多数人是怎么做的，重要的是你自己会怎么做。这样做既符合你的财务需要，又符合你的感情需要。

我知道，这是一个相当个人化的选择，即使是最聪明的投资理财明星，有的时候也得想很长时间，而且要花很多工夫思考，到底什么样的资产配置比例更适合自己和自己的家庭。我和摩根大通资产管理公司的玛丽·卡拉汉·厄道斯交谈的时候，我问她："构建资产组合的时候，你用的是什么标准？如果你必须给你的孩子构建一个资产配置，那么这个配置会是什么样的？"

"我有三个女儿。"她告诉我，"当然，她们三个年纪不一样大。她们三个人的能力也各有不同，以后随着时间推移，她们的能力也会变化，我不知道她们长大之后会变成什么样子。一个可能花钱比其他人更多一些；一个也

许希望找个好的工作环境，能挣更多的钱；一个也许会更加喜欢做慈善。三个人都有可能遇上什么事情，比如健康出了问题。一个会结婚，一个也许不会结婚；一个会要小孩，一个可能不要孩子。不同的偏好，不同的事，不同的时间，在每个人身上会有不同的排列组合，还会随着时间发生变化。因此，尽管从出生第一天起，我就给她们设计了一个资产配置，但是这个资产配置还必须随着时间的变化而变化。”

“资产配置比例的变化要基于人们的风险偏好的变化而变化，因为随着时间推移，你不可能一直让这个人保持一个完美的资产配置，只有适合他的资产配置对于他来说才是完美的。如果处于人生的最后阶段，有个人可能过来和我说：‘我只想要国债，让我能够晚上安安心心地睡觉，一点儿也不用担心。’对于他来说，这也许是最好的办法。”

我和她说：“因为这符合他的情感需要，对不对？最终，生活不仅是钱的事情。”

“太对了，托尼。”她说，“如果我把投资组合的一半资金拿出来放到股市上，可能会多赚些钱，但是股市经常大涨大跌，会让人们承受很大的心理压力，破坏人们生活中的幸福感。我何必要这样做？”

“投资的目的是什么？”我问，“难道不是为了确定我们为自己也为家人创造了经济上的自由吗？”

“你说的对，投资其实就是为了能获得经济自由，能做你想做的事。”她说，“但是你不值得为此付出高昂的代价，压力，紧张，不舒服，特别是在股市表现非常糟糕的时候，你的情绪也会非常糟糕。”

玛丽·卡拉汉·厄道斯绝对是世界上极优秀的投资理财专家之一，从她给三个女儿做资产配置的经验中，你能学到的经验是什么？积累你的财富更加重要的是，做投资理财这件事，要用一种适合自己的方式，必须能给自己带来心灵的平静。赚钱了，心却乱了，生活也乱了，那就不值了。

那么你的安全/安心水桶和风险/成长水桶间的大类资产配置比例应该是多少？写下来你理想的资产配置比例，让这些数字从脑子里的想象，变成真实的白纸黑字！这些配置比例数字让你感觉舒服吗？绕着这些数字走两圈。想象你按照这些数字比例做了资产配置，这个数字成了你生活的一部分。持有按照这个数字比例做的资产配置！因为按照这个数字比例所做的资产配置比例，是让你得到心灵平静的关键所在，也是决定你财务未来的关键所在。

写好了吗？

好了。你刚刚做出了人生最重要的投资决策。一旦你知道你的资产配置比例是什么，你就不要再改变了，除非你进入了人生新的阶段，或者你的个人情况出现了巨大变化。一般情况下，你要一直坚持这样的资产配置比例，让投资组合保持平衡。我会展示给你如何做到再平衡，就在这部分后面的内容里。

你是不是还很在意如何做出正确的选择？只要记住一点，你找个受托人投资顾问来帮助你，这就够了。你并不需要有很多财富，才能请得起投资顾问——你一分钱没有也没有关系，你可以利用互联网上的相关服务。

顺便说一下，我还没有给你讲完呢！在这两个水桶之内进行资产配置，还有一些方法可以增加你的投资收益，我们很快就会讲这些方法。

现在你已经明白了这些原则，而且已经做出了决定，多大比例的钱放进风险/成长水桶，多大比例的钱放进安全/安心水桶。让我告诉你最好的消息：我访问了50位世界上最成功的投资大师，最聪明的理财大师，我从他们那里找到了一些方法，让你可以鱼与熊掌兼得，既能得到风险/成长水桶那样的高收益，又能得到安全/安心水桶那样的低风险。这个最重要的投资理财建议就是："千万不要亏本！"每个投资者都非常赞同。但是对于很多投资者来说，这意味着你要满足于只在安全/安心水桶里得到的平庸收益率。后面几章，我会和你分享一个好的投资方法：如何既能拥有上行的潜在收益，又没有下行的风险；如何能够得到相当大的增长，同时又没有相当大的风险。我知道这听起来很荒唐很离谱，但是这是真实的，会让人非常兴奋。

你能学完这一章不容易，你一定下了很大功夫，付出了很多努力。我非常高兴地告诉你，下一章就容易多了，而且纯粹都是讲开心快乐的事情。现在我将要打开第三个水桶，到现在我们还没有谈论，但是你肯定会非常喜欢第三个水桶的，因为这个水桶里充满了乐趣，充满了灵感和启发，可以给你带来更高品质的生活，而不是让你再过几十年才能享受得到。现在，让我们去发现哪些资产可以进入你的梦想水桶吧。

## 各个资产类型的具体指数

戴维·斯文森提供了每个资产类型的具体配置比例，但是他并没有提供代表各个资产类型的具体指数。独立的分析师会运用下面的指数代表每个资产类型，并假设是这个投资组合让每个季度进行再平衡的。请注意，过去的业绩并不能保证未来的业绩。相反，我提供给你的历史业绩数据，在这里是为了讨论和描述基本的原则的。

20%威尔逊5000全球整体市场指数

20%英国富时房地产投资信托指数

20%MSCI国家指数

15%巴克莱长期信用指数

15%巴克莱国库债券指数

10%MSCI新兴市场国家指数

---

[1]请参考本章末尾各个资产类型的具体指数。过去的业绩并不能保证未来的业绩。

# 第24章 梦想水桶

停止了梦想，就停止了生命。

——马尔科姆·福布斯

什么是梦想水桶？这是一个特别的地方，你特意把有些东西放在这里，只是为了你自己还有那些你非常热爱的人可以享受人生，让你一边创造财富一边享受财富创造的梦想生活。这些东西是为了现在，而不是为了明天！你的梦想水桶意味着要让你兴奋，给你的生活注入甜蜜，让你愿意赚得更多，奉献得更多。想象一下，哪些东西你愿意攒钱去买，哪些东西你愿意攒钱去做，这些东西就可以放进你的梦想水桶作为一种战略性挥霍物资，其实就是有计划、有目的的败家。

现在让你的船开起来吧。也许，你会给自己买双马诺洛·布拉尼克高跟鞋——你想了好久了，或者买一个迈阿密热火队的场边座位，或者带着孩子到迪士尼享受一次贵宾之旅，或者你开始往梦想水桶装更多的钱，追求更大的梦想：赛季套票。你也许夏天会进行一次登山之旅，冬天去滑冰或者单板滑雪，好好度个假。你也许会买辆新车，不是实用型，而是像迷你库柏那种时髦型的或者野马汽车那种彪悍型的。你也许会买座度假公寓或者度假别墅。

我认识一个百万富翁，坐飞机总是坐经济舱，因为他总想多省些钱，但是他的妻子经常抱怨："我们有足够的钱，为什么不能享受一下？"这经常会成为他们夫妻之间冲突的导火索，因为他们为了生意上的事经常要坐飞机出差。参加了我的投资理财大师训练营之后，他决定用他梦想水桶里的钱来享受一下生活，他和他的家人外出旅行的时候会升级到公务舱。结果他发现，只是多花一些钱，升级一下舱位，不但让他自己的旅行变得更加舒服了，而且让他的家庭生活更加和谐了（这事其实更重要）。也许有一天，他会考虑包架私人飞机，民航飞机也不坐了——坐私人飞机也许并没有他想象的那么贵。

很多人有了很多钱后，他们的生活方式还跟以前一样，没有品质可言。他们一天天看着银行账户上的财富数字积累得越来越大，却错过了生活的快乐和幸福。本来在创造财富的同时，他们也可以自己创造快乐和幸福，并分享快乐和幸福。

我第一次想到梦想水桶这个主意，是在我的事业发展初期。那个时候我能想到的头奖是能买上两套新的西装，因为品牌男装连锁商店正在打折，或

者到夏威夷度个假。当时对于我来说，这可是要花一大笔钱的。

我在斐济的那个度假村，是一个更大的梦想，后来梦想成真了。正如我跟你分享过的那样，那是在我24岁的时候，我爱上了南太平洋岛上那绿松石般的海水。我的心就像一下子找到了家。我一直想给自己、我的朋友、我的家人找到一个世外桃源。现在，经过了这么多年的努力之后，马雷度假村和水疗中心变成了规模相当大的资产，因为我不断地打造它，把它变成了南太平洋上的顶级旅游度假胜地。但是这只是一个“红包”，事实上，马雷度假村十多年来一直是斐济排名第一的度假胜地。2013年，奥普拉选择这里作为她最喜欢度假的地方。这本来只是我梦想做的事情，结果梦想成真，我创造出来这样一个美好的度假村。

你的梦想不是用来给你赚钱发财的，而是用来给你带来更好生活品质的。这不正是你首先要填满前面两个水桶的原因吗？你必须先练习自我约束，你在向梦想水桶里放钱的时候，也必须约束自我，和前面两个水桶一样。如果你把所有的钱都放到梦想水桶里，你可能最终会破产，就像摇滚巨星威利·尼尔森一样，所以关键在于平衡。你梦想水桶中的奖金，不一定只是为了你自己。最好的是那些你给予他人的东西。

梦想是你性格的试金石。

——亨利·戴维·梭罗

也许你跟我一样，就是喜欢给别人送礼物。最好的礼物就是那些对方意想不到的礼物。

我妈妈在年轻的时候没有钱，我们一家人总是挣扎着过日子，住在洛杉矶东部一个很便宜的破房子里，那里几乎天天都会播放雾霾警报，告诉我们在户外行走，呼吸空气不安全。

所以，后来在我生意开始好起来之后不久，一天，我让我妈妈陪我去看一套公寓，我想把它买下来，就在亨廷顿海滩的附近。我带她里里外外地看了一遍那套公寓，让她看看美妙的海景。然后我们从房子里走出来，来到了海滩上，呼吸着略带咸味的空气。

我说：“妈妈，我真的很喜欢这个地方。但是我希望你帮我做决定。一句话，你觉得这套房子怎么样？”

“你是开玩笑吧？”我妈妈说，“这根本不可能！你想一想我们是从什么地方出来的，现在你竟然想住在这里？”

“那么你觉得这个地方好吗，妈妈？”我问道。

“嗯，这个地方太好了，好得简直让人难以相信！”妈妈回答。

于是，我递给妈妈一串钥匙。

“这是什么？”妈妈问我。

“这套房子就是你的了。”我说。

我永远不会忘记妈妈脸上那震惊的表情以及快乐的泪水。我妈妈现在已经过世了。但是我还记得那个时刻，每个细节我都记得清清楚楚，那是我一生最喜欢回味的时刻。

你并不需要等待，你可以这样做。你可以实现你的梦想。如果你非常想要实现梦想，你肯定能找到办法。

我给我母亲买了那套公寓后不久，我接待了一个小学生团队，有100多个人，他们都是五年级的学生，来自邻近的贫困地区，得克萨斯州休斯敦市下面的一个小学。他们大多数人从小就形成了思维定式，认为自己绝对上不了大学，他们的生活习惯和学习习惯也不好，当然这样下去他们也绝对上不了大学。于是我当场决定，跟他们签订一份合同。我会给他们支付4年的大学学费，只要他们能够保持平均成绩至少达到B而且不惹麻烦就行。我说得很清楚，只要能够专注，任何一个人都能超过平均水平，我会提供指导来帮助他们。我和他们约法三章：第一，他们必须约束自己，别惹麻烦，不能进监狱。第二，在高中毕业之前，女生不能怀孕。第三，最重要的是，他们每年需要奉献出20个小时服务自己所在的社区，到一些慈善机构做义工。为什么我要加上第三条？上大学当然非常好，但是对于我来说，更加重要的是要教育他们认识到，自己可以给予别人一些东西，他们的人生并不是要从别人那里得到某些东西。我当时签订这个助学合同的时候，根本不知道长期而言我要帮多少人支付学费，但是我会百分之百地遵守承诺，而且我签订的是一个有法律约束力的合同，它要求我必须遵守合同提供这些助学金。这很有意思，你看，我别无选择，只能前进。我总是说，如果你想占领这个岛屿的话，你必须先烧掉你的船，像中国人说的那样，破釜沉舟！于是我和这100多个五年级的小学生签订了这样的合同。后来这些孩子中有23个和我一起合作，一起努力，从五年级开始一直到他们上了大学。后来还有几个孩子读了研究生，其中还有法学院的研究生。我称他们为“我的冠军”。现在这23个上了大学的孩子，有的成为社会工作者，有的创办企业当了老板，有的为人父母。就在几年前，我们重新聚到了一起。我听他们讲述自己那些神奇的故事，小时候，他们每年都做过20个小时的义工，这种能够给予别人的事情，给他们幼小的心灵留下了深刻的印象，后来这成了他们持续一生的固定模式。做义工义务奉献，让他们相信自己的人生是有价值、有意义的。他们现在把这一点教给他们自

己的孩子。

我现在告诉你这个故事，是因为你不需要等到你完全准备好了才去实现你的梦想。你只要马上去做，就能找到路径，而且恩泽会来找你。你承诺去做一些事，更多的是去服务别人，而不仅是服务你自己——有些人称之为运气，有些人称之为巧合。至于你相信什么，还是由你自己来决定。你只要知道，当你给出了你的所有，奉献出了你的所有，福报会是无限的。我真的相信，动机非常重要，但是这并不意味着这样为别人做好事，不会给你本人带来好处，对不对？

像中大奖一样去实现自己的梦想，能帮助你创造更多的财富，因为创造财富的关键是释放你的创造力，找到一种方法能为别人做更多的事情。如果你找到一种方法能够为别人增加更多的价值，比现在其他人带来的增值都要多，那么你肯定也能找到办法，让自己的日子过得更好，让你自己个人的财富价值也积累得更多。这适用于你自己的生活，也适用于别人的生活。记住，我们在谈论如何加速你实现财务自由目标计划实施的时候，你如果想成为伟大的人，就要学会成为很多人的仆人。我们已经知道，生活偏爱那些帮助他人的人。通过帮助别人，你提升了自己，你对很多人慷慨，上天就会对你更慷慨，好运会主动来找你。

给你自己内心的宁静。你值得快乐。你值得高兴。

——汉娜·阿伦特

那么，你如何将钱放进你的梦想水桶？我给你讲三种方法。

第一种，当你一下子得到一大笔钱的时候，比如，一下子得到10000美元奖金，就像我们在上一章讲过的那个案例一样。

第二种，你的风险/成长水桶突然碰到利好消息，你的投资大涨，让你大赚。就像在拉斯维加斯赌城里赌博一样，现在也许是时候从桌子上拿走一些赢到手的钱，落袋为安了，这样你的风险就减小了。有个办法，我的很多学生都用过，就是把赚的钱拿走，分成几份，重新按照原来确定的资产配置来投资。比如，将1/3放进安全/安心水桶，1/3放进风险/成长水桶，1/3放进梦想水桶。比如，我前面说的那个获得10000美元奖金的案例，就是把3000美元拿出来放到你的梦想水桶里。

这样把属于你的风险/成长水桶里的钱拿出来1/3放进安全/安心水桶，就像从赌桌上把赢到手的钱拿出来一些来加快扩大你最安全的投资一样，安全/安心水桶里的钱越多，你的内心就会越安宁。继续留下1/3的钱放在风险/成长水桶里承担风险，去追求更大的潜在上行收益，但是你这样做用

的是你赢的钱，你再亏也亏不了原来投资的本金。最后1/3的钱放到你的梦想水桶里，相当于你自己让自己中了一个大奖，你今天可以好好享受一下了。因为实现一些梦想会刺激你，激励你继续前进，继续用前面成功的方法行动，因为这让你想要赚更多的钱，存更多的钱，投资更加高效，因为你今天就享受到了回报，而不是等到将来的某天。

给你的梦想水桶注入更多钱的第三个方法是，从你的收入里拿出来固定比例的一小部分，找个地方攒起来。这样你越攒越多，慢慢地，这笔钱就够你去购买你梦想得到的东西了——它可能是你的第一套房子、一辆汽车、一次度假，也可能是那些很有趣的小玩意儿，让你今天内心感到快乐，外在变得美丽。但是，你一定要记住，这些钱都是你额外省出来的，你已经省出来的作为财务自由基金的钱，一分钱也不能动，财务自由是第一位的，先要自由，后要梦想！财务自由基金神圣不可侵犯。你总会找到方法，找到更多的钱，把更多的钱放进你的财务自由基金中，也把更多的钱放到你的梦想水桶里。这里我们快速回顾一下有关章节的内容：

●存的更多。用多存的钱去投资更多

●赚的更多，用多赚的钱去投资更多

●减少费用和税收，用多省下来的钱去投资更多

●获得更高的投资收益率

●改变你的生活方式

这样做，你积蓄的钱就更多了，你就可以把这些储蓄拿出一部分投资，也拿出一部分让你的梦想成真——今天就实现梦想或者在不久后变为现实。

你用什么策略来装满这个梦想水桶？你会等着发奖金，或者股票大涨，或者你像我的朋友安吉拉那样从收入里拿出来一部分钱攒起来吗？一开始安吉拉觉得自己没有办法省钱，甚至为了达到财务自由也不行。

但是等到她看完本书，学会了7步简单投资法后，她发现，搬到佛罗里达州居住——因为那个州不征收个人收入所得税，这样她就能存起来个人收入的10%作为她的财务自由基金，另外还能额外留出来8%装进她的梦想水桶。原来要交的税，她现在不用交了，相当于税务局的人在帮她把钱装进梦想水桶里。这是不是很厉害？而且她还享受到了更好的天气！她仔细检查了自己的账户，找到了一个办法，使自己的钱变得更有税收效率，这样她又能从收入里拿出来2%放进她的财务自由基金里。她总共能从收入里拿出来12%存到她的财务自由基金里，除此之外，她还从收入里拿出

8%放进了梦想水桶。

要是你一开始告诉安吉拉她能够找到办法，把个人收入的20%积攒起来，她肯定会说，你这家伙绝对是疯了。但是现在她不但能从个人收入里拿出12%积攒起来，让自己未来的财务更加安全、更有保障，而且又额外从收入里拿出来8%积攒起来，努力在短期内就实现自己的一些重要梦想，这些梦想让她非常兴奋——登喜马拉雅山，划着赛艇横渡大洋。安吉拉的大学专业是人类学，她一直梦想着能够追随著名的古生物学家路易斯·利基，到他在肯尼亚的研究所待上一段时间。她甚至已经拿到了邀请函，只不过她现在没有钱。但是只要她一直坚持按照她那个十分稳健的投资理财计划去做，持续不断地存钱，持续不断地投资，她不久就会有钱了。她既能够实现财产安全和财务独立，又能过上那种充满探索和冒险的生活，这多酷啊！还记得那个明天储蓄更多的策略吗？你可以决定，下一次你涨工资，也许可以拿出来3%放到你的财务自由基金中，再拿出来1.5%或者2%放到你的梦想基金中——特别是如果有些梦想现在对于你来说非常重要的话，就像你需要储蓄一笔钱买第一套房子付首付一样，或者用于一个短期度假一样。竟然有这么多方式能够多存一些钱来实现你的梦想！

但是，我要告诉你一个秘密：最重要的事情是列出一个你的梦想清单。根据重要性、规模大小、时间长短，把你的梦想按照顺序排列起来。写下你必须要实现这些梦想的理由或者体验这些梦想的理由。我发现，如果你想找出来一个合适的收入储蓄百分比，却不知道你存这些钱的原因，那么你是存不下钱的。实现梦想的秘密在于，知道你真正想要的是什么，为什么你想要为这个梦想燃烧激情。突然间，你的创意就会释放出来，你会发现，一些新的办法让自己赚的更多，存的更多，给别人增加的价值更多，或者让税收效率变得更高，你成了更好的投资者，或者改变了你的生活方式——既改善了你的生活品质，又让你现在的一些梦想即刻实现，而不是等到未来。列出梦想清单，是实现所有这一切的关键所在。

但是，你今天就要做出决定！现在就花点儿时间，列出你的梦想清单吧。把你的梦想写下来，变成白纸黑字，好让这些梦想变得真实可见。你愿意为实现这些梦想储蓄多少钱？兴奋起来！行动起来！

每一个伟大的梦想都开始于一个梦想者。

——哈丽特·塔布曼

最终，你认为自己的总资产应该拿出来多大比例放到你的梦想水桶中？并不需要很多——也许是5%或者10%。但是请不要忘了好好犒劳一下自己。尽管努力让你的钱既安全又成长非常重要，但是绝对不要忘记寻找乐趣，去给予，活出完全的自我，就这样一边积累财富，一边享受生活，一

路走向财务自由。因此，你既要有安全/安心水桶和风险/成长水桶，还要有梦想水桶。不要留着你的梦想水桶里的钱不花，直到将来为了应急才用。为什么不现在跑出去享受灿烂的阳光？享受生活，就在现在。

如果你做不到现在就享受生活，你可能最终会像那对夫妻一样可怜。这是一个朋友讲给我听的故事。这对老夫妻过日子精打细算，非常节省，一辈子都在省钱。后来，终于有一天，他们觉得钱攒得够多了，该存的钱都存够了，还有不少节余，足够他们进行一次加勒比海游轮之旅了。活了一辈子，怎么也得奢侈一把。他们的这次旅行，长达一周，他们坐在巨大的游轮上，绕着海岛旅行。你可以想象那个巨大游轮的样子：船上有游泳池，有攀岩设施，有几十个餐馆和几十个舞厅。这对夫妻玩得非常高兴，但是他们还是想省着点儿花，毕竟他们这钱攒得很不容易，辛辛苦苦地赚钱，精打细算地花钱，一分一厘地省钱，好不容易才攒够了退休养老的钱。他们可不想再额外花钱去吃大餐了。这趟旅行本身对于他们来说就已经够奢侈了。为了省钱。他们带了一个大箱子，里面装满了一盒又一盒的奶酪和饼干，用来在旅途上当饭吃，他们发誓坚决不吃那些价格昂贵的午餐和晚餐。

天气很好，这对夫妻在船上玩得也非常开心。但是每天一到午餐和晚餐时间，两人就不开心了。因为别的人都去吃自助餐了，巨大的餐桌，摆满了各种各样的食物，非常丰盛，龙虾、螃蟹、上等肋排、堆成小山的甜品，以及来自世界各地的上好葡萄酒。而他们俩只能回到房间里吃自己带的奶酪和饼干。他们不觉得难堪，也不觉得难过。他们很享受这趟一生也许只有一次的豪华旅行，他们很自豪自己过得很节俭，吃得很节省。但是，到了最后一天，他们实在受不了天天吃奶酪和饼干了，所以决定奢侈一把，到楼上吃一次丰盛的晚餐！他俩坐到其中一个巨大的自助餐桌旁边，大吃大喝，把他们的盘子装得满满的，里面都是他们这辈子吃过的最好的东西。

在吃了好多份甜点又喝了好多杯上等的葡萄酒后，他们实在吃不动了，于是叫来服务员买单。那个服务员一听“买单”很吃惊：“付什么钱？”这对夫妇说：“我们吃的这顿大餐啊。这些葡萄酒、甜点，我们吃的所有这些东西。”

服务员惊呆了，转过身来对这对夫妻说：“你不知道这趟旅程赠送一日三餐吗？”

旅程赠送一日三餐。你觉得这个比喻怎么样？所以，在你的这趟人生旅程里，不要只满足于奶酪和饼干。享受生命旅程一路赠送的所有东西吧。

另外再提醒一下：很多能让我们富有的东西都是免费的。还记得约翰·邓普

顿爵士告诉过我们的吗？财富的秘密就是感恩。人生不只是我们取得的东西或者我们成就的东西，还有我们欣赏的东西。人生并不仅是一趟冒险之旅，人生也是我们应该花时间去享受的幸福之旅。你可以同时找到探险和快乐，在那些你爱的人身上，在你孩子那跳动的眼神里，在那些你爱的人快乐的脸上。你到处都可以中大奖，只要你能够醒悟，感受到你生活中的美好就在当下。所以不要发誓等到将来某天赚够了钱，现在就开始超越短缺。意识到你多么幸运，你拥有的财富竟然这么多：爱、欢乐、机会、健康、朋友、家人。不要只追求财富，现在就开始享受财富吧。

现在，我们已经学到了如何配置我们的投资，分散投资到不同类型、不同种类的资产上，把大类的资产分别装到两个不同的水桶——安全/安心水桶和风险/成长水桶。我们已经学到了，再拿出来另外一部分钱放进梦想水桶，让我们的人生过得更加有滋有味，也让我们更有动力为自己和别人做得更好。第四部分还有最后一章，我将教你三招，让你每年的投资收益率增加1%~2%，更重要的是确保你避免选时的错误。太多人都想预测市场行情的走势，以选择买卖时机，结果犯了大错。现在让我们从认知的力量中学习……

# 第25章 选时重于一切

我们遇见敌人了，敌人就是我们自己。

——波戈

对于投资者和单人脱口秀演员来说，共同的成功秘诀是什么？

选时。选时决定一切。

最好的喜剧演员知道什么时候抖包袱才恰到好处。最聪明的投资者知道，什么时候进入市场才恰到好处，但他们不知道是否应该进入市场。即使投资大师也不可能每一次都正好踩到点上。对于一个喜剧演员来说，时机没把握好，整个剧场的气氛会十分尴尬，死一般的沉默——也许还有观众大骂着往台上扔东西。如果你是个投资者，选择时机出现错误可能会毁掉你一辈子积攒的养老金。所以，我们需要找到一个解决方法，它并不需要我们成为一个通灵大师，上知天意，下知地意，上知500年，下知500年。

我们已经知道，如何把自己的投资组合分散到不同资产类型的市场，以在波动无常的经济中保护自己的资产价值稳定增长。但是，我们所有人都有过这样的经历，既出现在了正确的地方，又做出了完全正确的事，可是我们把时机选错了。所以现在你可能会想："好了，托尼，现在我知道如何分散我的投资了，但是如果我的时机选择错误了呢？"

我也问过自己同样的问题：万一我把钱投入股市正好是在最高点，买入之后股市就开始下跌，我怎么办？或者我买了一只债券基金，然后利率开始大幅提高，结果我的债券基金开始暴跌，我又该怎么办？市场总会波动，我们已经知道了，没有一个人，我的意思是说绝对没有一个人，能够持续地成功预测未来。

所以我们如何保护自己，避免受到这些市场起伏、涨跌的冲击，真正取得成功？

大多数投资者都陷入了一种盲从的心态，他们追逐赢家，远离输家，在股市上追涨杀跌。公募基金经理也会做同样的事。这是人类的天性，想要追随大众，不愿意错过任何好事。"情绪控制着我们人类，我们投资者也是人，容易做出非常愚蠢的事。"普林斯顿大学经济学家伯顿·麦基尔告诉我，"我们想要选择正确的时机，低买高卖，低位进入市场，高位卖出，但实际上我们往往选择了错误的时机，高买低卖，该买的时候卖了，该卖的时候买了。"

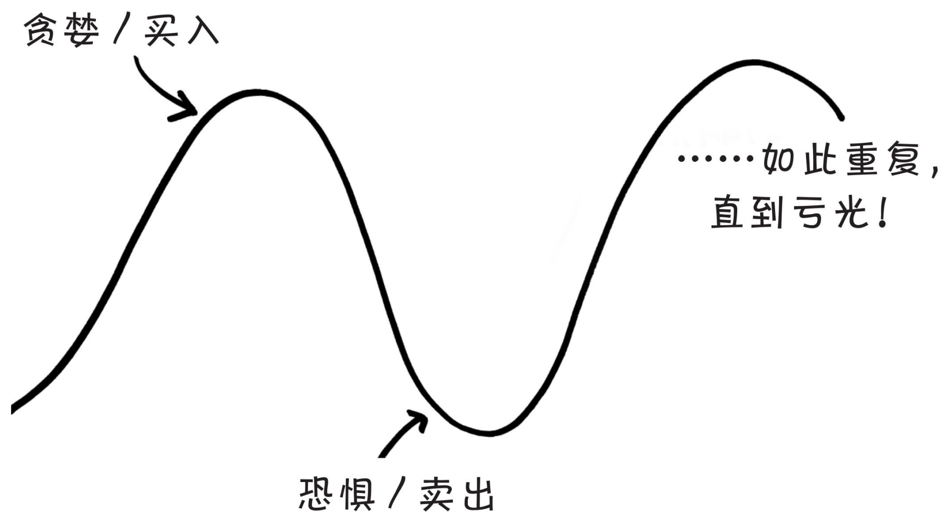



图25–1

他提醒我关注一下21世纪初科技泡沫期间发生的事情："2000年第一季度，更多的资金进入股市，这个时候正好是股市网络股泡沫的顶点，股市从来没有涨到过这么高。"他说，"后来到了2002年第三季度，市场一路下跌，资金大量出逃。"那些经受不住大跌考验而迅速逃跑的投资者，结果错过了十年来最大一波反弹。"然后到2008年第三季度，正好金融危机也同时达到了顶点。"麦基尔说，"更多的资金退出股市，资金规模比以前任何时期都大。结果后来又出现了一波更大的反弹。所以，我们的情绪掌控了我们。我们被吓坏了。"

股市出现前所未见的暴跌，我们被吓坏了，赶紧卖出逃跑，这很正常。谁又能责怪谁呢？2009年10月，美国股市市值蒸发了2万亿美元，每个月都有几十万名美国人失业，这时美国全国广播公司的《今日秀》节目主持人马特·劳尔打电话到我的办公室。他让我第二天早晨参加他的节目，谈谈美国人应该如何应对这场危机。我认识马特好多年了，我也参加过好几次他的节目，所以我马上就同意了。我一到演播室，节目制片人就告诉我："你来了就好了，你有4分钟的时间给整个美国打打气。"

我心里想："你开玩笑吧？"

"给大家打气并不是我要做的。"我说，"我要告诉他们真相。"这正是我那天所做的事情。在《今日秀》节目两个不同的时段，我警告观众，股市崩盘还没有结束，最坏的情况可能正在逼近。我怎么能给观众打气呢？

“现在很多股票的价格暴跌，不久之前还卖50美元的股票，现在只卖10美元，甚至只有5美元。这里我要告诉你的真相是：有些股票可能还会跌到1美元。”我这样一说，新闻主持人马特·劳尔的眼睛瞪得越来越大。但是我也告诉观众，与其让暴跌吓呆了，完全崩溃，不如跟自己的恐惧做斗争，好好教育自己，多学学那些在股市崩溃时期做得很好的投资大师。就像约翰·邓普顿爵士，他在20世纪30年代美国经济大萧条时期，在股市暴跌的时候却赚够了钱。我说，如果你研究历史，就会知道股市暴跌之后会有一次大反弹，这是让你赚大钱的机会，根据20世纪70年代，甚至是30年代发生的事情，在短期之内那些从50美元暴跌到1美元的股票会再次反弹，它们也许再也不会反弹到50美元，但是很多股票会在几个月之内反弹到5美元，这意味着400%的收益率，而且是发生在6个月之内！“所以如果你保持内心强大，头脑聪明，随着股市持续反弹，你可能会赚到10倍甚至更高的收益！这可能是你有生以来最伟大的投资机会！”我说。

这并不完全是《今日秀》节目希望我能让观众们知道的东西，但是结果证明我说的完全正确。我怎么知道市场还会继续下跌？是不是因为我太聪明了？根本不是。真相是，我的朋友保罗·都铎·琼斯一直在警告我市场会发生什么情况，他早在这场危机发生一年之前就警告过我了。能够持续预测市场走势的人凤毛麟角，而他绝对是其中之一。其中一部分原因让他不仅成为有史以来最成功的投资者，而且是一个传奇性人物。他预测出1987年美国股市黑色星期一的大崩盘，在其他所有人都吓得四散而逃的时候，他却帮助他的客户一个月赚了60%，一年赚了200%。

所以，我非常感激保罗能够洞察股市先机。2008年年初，他告诉我，股市和楼市双双大崩盘就要来了，而且很快就要来了。我一听非常重视，马上去找我的白金合伙人。白金合伙人是由我的一些高端客户组成的封闭性小群体，我一年和他们有三四次聚会，小规模密集地沟通和指导他们，以增进他们的夫妻关系，以及改善企业经营和投资理财。我召集了一个紧急会议，让他们都飞过来和我见面，地点在迪拜，时间是在2008年4月。在会上，我警告他们即将到来一场危机，以帮助他们做好准备。记住，预测就是力量。由于提前3~6个月跳出了股市和楼市，我的很多客户实实在在地赚到了钱，因为后来发生了有史以来最大的经济危机。

是的，完全可以确定的是，股票价格在2008年第四季度一直暴跌。到了2009年3月，股市行情简直太糟糕了，花旗银行的股价从最高峰的每股57美元跌到，你能猜到吗，正如我警告过的那样，真的跌破了1美元，跌到了0.97美元。你买这只股票所花的钱，比你从这家银行自动取款机里取一次钱要交的手续费还要少。

那么在这种极端情形下，投资者应该怎么办？如果你相信约翰·邓普顿爵士的名言“好的机会来自悲观情绪最严重的时候”，或者巴菲特的投资魔咒“在

别人都贪婪的时候恐惧，在别人都恐惧的时候贪婪”，那么现在正是一个大量抢购便宜货的绝佳时机。为什么？因为聪明的长期投资者都知道，季节总是在变的。他们会告诉你，冬天才是买入的好时机——2009年年初的几个月，绝对可以说是投资的冬天！这是赚大钱发大财的时候，因为尽管需要等上一段时间，但是春天总是会来的。

但是如果你被吓坏了，或者觉得必须卖出股票，因为整个股市都崩溃了，那么结果会怎么样？你也许会说：“托尼，如果我2008年丢了工作，而且没有其他收入来源，我该怎么办？或者我的孩子要交学费了，银行一分钱也不肯贷给我，除了卖股票，我还能怎么办？”如果你在2008年暴跌之中卖掉了股票，我只能说我能感受到你的痛苦，但我希望你能够找到别的办法弄到钱，以满足这些家庭生活的基本开支。个人投资者在市场暴跌之后清仓，卖出了手上的基金或股票，他们都从中学到了痛苦的教训。他们并没有趁着股市大反弹而重新杀回来。他们亏怕了，再也不敢进股市了，就这样他们锁定了自己的损失——永远。如果他们再重新回到股市，那时候他们必定要支付高得多的价格，因为你知道那时肯定是股市大幅快速上涨，恢复生机的时候。

看到这么多人在这么短的时间亏掉了这么多钱，并由此引发巨大的痛苦，这让我非常痛苦。于是，我开始执着地想做一件事：把最重要的投资智慧带给众多普通投资者。正是这一点促成了本书的诞生。

这让我想弄明白同样的金融科技工具能创造出高频交易（高频交易者真的只有上行收益而没有下行风险），是不是可以用某种方式利用这种高科技，让一般投资者也能从中得到好处？记住，高频交易投资者总能赚钱，他们几乎从来不亏钱。

那么好消息是什么？接下来你会学到一个办法，可以让你从来不会离开市场，也不会承受一点儿损失。为什么？因为有金融工具，具体来说是保险产品，你根本不用担心如何选择进出市场的时机。市场上涨，你就会跟着赚钱，市场下跌10%、20%、30%，甚至50%的时候，你也一分钱不会亏（按照保险公司的保证条款）。这听起来简直太好了，好像不可能是真的，但是这确实是真实的。这种终极金融工具能给你创造一种赚钱的投资组合，让你感到内心的真正安宁。现在让我们来看看这种工具，它能够帮助你限制大多数的投资风险，同时使投资收益率增加到最高的水平，而它借助的却是一种很传统的投资模式。

未来不会和过去一样。

——约吉·贝拉

预测是非常困难的，特别是预测未来。

——尼尔斯·波尔

2009年3月2日，保罗·都铎·琼斯告诉我，市场就要跌到绝对底线了。股价反弹，股市又开始上涨了。股市的春天要来了，于是我发了几条推特：

市场从来不会有错。舆论才会经常出错。声名狼藉的交易员杰西·利弗莫尔说：“我并不是一个选时的人。祝你好运。托尼。”

教育你自己，做出你自己的独立决策。只做你能承担得起损失的交易……我并不是要教育人，只是赞成一定要小心谨慎。

我给世界顶级的交易员做人生教练（到现在有17年了）。我不是给他们关于交易的建议，而是常常提醒他们要关注可能的底部正在来临。

顺便说一下，这是我第一次发推特谈论关于股票市场的未来走势！结果是只过了7天，美国股票交易所指数的走势完全和我预测的一模一样：3月9日触底反弹。股价开始是缓慢上涨，后来是快速上涨。可以肯定的是，花旗银行的股票，2009年3月9日的收盘价为1.05美元，2009年8月27日的收盘价为5美元——不到5个月上涨了400%！[1]不到半年能够赚到这么高的收益率简直令人不可思议，前提是你能够管住自己内心的恐惧，在别人都在卖出的时候大胆买入，你才能赚到钱！

现在我真希望，过去市场行情可以预测未来的市场走势。保罗·都铎·琼斯或者其他我知道的人，能够持续成功地预测这些市场的大起大落。但是这是不可能的。基于那些“股市消息灵通人士”的分析，我在电视上又一次提前发出警告，2010年股市可能再次出现一波大跌，当时股市似乎涨得过头了，面临一波大跌来修正，我希望人们清醒地做出决策，保护自己，避免遭受可能出现的另一次重大打击。但是这次我错了。没有人预测到美国政府出手救市的手段这么狠，人类历史上从来没有一个国家的政府敢这么干——美国政府决定推动市场上涨，手段是“印”4万亿美元的钞票，同时告诉全世界，美国政府会持续这么做下去，无限地持续做下去，直到经济复苏为止。

就这样，政府资产负债表上的资产增加了好多个零，美联储能够把现金注入经济体系，办法是从大型银行手里回购债券（包括住房抵押债券和国债），银行把债券给美联储，美联储把自己印的钞票给银行，银行再把这些钞票贷出去，就这样，政府把货币注入了经济体系。发行的货币太多了，利率就降到了非常低的水平，美联储由此就能持续保持利率在极低的水平，低到接近于零。那些原来存款的人和原来买债券的人拿到手的固定

收益率简直太低了，这相当于逼着他们进入股市去寻找还过得去的较高收益率。美联储年复一年地持续这样操作。所以一点儿也不奇怪，在这样巨大的资金推动下，美国股票从来没有下跌过。




图25–2

所以，如果你觉得自己能够预测市场走势，你就错了。即使是全世界最优秀的人，也不可能每次都预测准确，因为总会有一些他们根本预测不到的因素出现。就像把选股留给专家去做一样，最好把预测市场走势这种非常困难的事留给那些大师级人物吧。他们雇用了专业的分析师团队，比如保罗·都铎·琼斯，他就算预测错了，也承受得起。这是因为他们做了很多不同的赌注，分别押注于市场不同的走势，也就是说，无论市场将来出现什么样的走势，他们的有些赌注是赚钱的，和那些押注其他走势的赌注的亏损对冲之后，他们整体还是赚的或者仅有小幅亏损而已。但是这并不意味着你不能利用市场择时——市场上涨和下跌的机会，你只运用两个很简单但是很强大的基本原则就行了，你很快就会学到。这需要你同时做到两点：一要让自己置身事外，二要投资全部自动操作。“你不能控制市场，但是你可以控制你的开支。”伯顿·麦基尔告诉我，“你必须努力让自己放

手，完全自动驾驶，不然的话，你的情绪会害死你。”

投资者准备迎接市场回调，或者试图预测市场回调，这让他们亏了很多钱，远远高于市场回调本身让他们亏的钱。

——彼得·林奇

## 如何解决市场择时的两难困境？

在这些技巧中，有一个很古老的办法，它有100多年的历史了，跟巴菲特最初的导师本杰明·格雷厄姆的年纪一样大。格雷厄姆是现代投资学界的教父，20世纪中期在哥伦比亚大学商学院讲课，他非常赞赏和支持一种勇敢且坚定的投资技术，不过这种技术的名称非常无聊——定期定额投资，我们简称它为基金定投。（事实上，巴菲特说格雷厄姆是第一个提出著名的投资法则的人：第一条，不要亏本；第二条，永远不要忘记第一条。）基金定投类似于银行的零存整取，每个月定期买入固定金额的基金，长期持续下去，最后一次性卖出基金兑现。因为每次买入的时间相同，每次买入的金额相同，所以叫作定期定额投资，简称定投。设计这样一套操作体系，目的是减小你一次性大量买入或卖出犯下巨大投资错误的可能性，我们都非常害怕出现这样的择时大错：在最高点买入，或者在最低点卖出。

我们已经学过了资产配置的前两个关键因素：分散投资到不同的资产种类，分散投资到不同的市场。但是你要记住还有第三个关键因素：分散到不同的时间。这正是基金定投能够为你做到的事情。你可以把基金定投作为一种方式，以具体实施你的资产配置计划。资产配置是理论，基金定投就是你如何实践这个理论。因为基金定投是定期定额投资，每次买入的时间相同，每次买入的金额相同。它确实做到了资产配置要求的时间分散，也完全可以避免你因情绪冲动，一次性在最高点买入，结果搞砸你辛辛苦苦才制订出来的理想资产配置计划。情绪冲动破坏资产配置计划执行有两种情况：一种是太在意市场而延误时机，该投的时候不投，因为你觉得现在的市场涨得太高了，你想等市场跌得低一些再入市；另一种是太不在意市场，不看时机，你要么是完全不管市场高低一次性全部买入，要么是在跌得熬不住了，还没有赚到很高的收益率时，就全部卖出了，而这个时候本来是最不该卖出的时候。

基金定投有很多支持者，其中包括一些明星人物，比如约翰·博格、伯顿·麦基尔，因为基金定投最关键的一点是能让你晚上睡得很安稳，因为你知道就算市场短期出现波动也没关系，你的投资是分批买入的，以后还会继续分批买入，市场涨了，你前面用低价格买的就赚了，市场跌了，你后面继续定投的买入价格就更低了，不管市场是涨是跌你都有好处，而且你所有的投资长期来看肯定会持续增长，不管未来经济情况怎么样。这听起来

是不是棒极了？基金定投操作非常简单，你需要做的就是，设定一个长期的时间表，按照固定的时间间隔，一个月一次或者一个季度一次，再把你的投资总额划分成每次投资相等的金额，让银行到时候自动扣款，帮你自动买入基金。

基金定投很容易，是不是？

但是基金定投你会面临两个挑战，我必须要事先警告你。第一，基金定投看起来是违反直觉的，你会觉得用这个方式赚的钱更少了。但是，过一会儿我会展示给你看，正是这种违反直觉的方式，其实恰好是基金定投的优势所在。记住，你的目标是把感情抽离投资，因为感情往往是摧毁成功投资的原因所在。不是恐惧的情感，就是贪婪的情感，让你本来能够投资很成功，结果却失败了。第二，最近有一些争论，质疑基金定投的长期效果。我会展示争论双方的说法。但我们先来谈谈投资者运用基金定投的最普遍的方式及其潜在效果。

当你按照设定的固定日程，每月或每周投资相同的金额，具体投资的资产完全依照你的资产配置计划，那么股票市场的波动反而会增加你的收益，而不是减少你的收益。比如，你每月投资1000美元，60%投资到风险/成长水桶，40%投资到安全/安心水桶，风险与安全两大类资产配置的比例是6：4，即把600美元放进风险/成长水桶，把400美元放进安全/安心水桶，不管股价是涨是跌，你都会这样做。时间长了，市场波动会成为你的朋友。这一点听起来可能是违反直觉的，但是伯顿·麦基尔给我举了一个非常好的例子，它能让你明白这是怎么一回事：

这是一个很好玩的测验。花点儿时间，好好想想，给我一个你觉得最好的答案。假设你每年投资1000美元购买一只指数基金，持续投资5年，那么下面的两个指数，你认为哪个指数对应的指数基金会让你赚的更多？

第1个指数：

第1年，维持在每份100美元；

第2年，跌到60美元；

第3年，维持在60美元；

第4年，猛涨到140美元；

第5年，最终又跌回到100美元。

第2个指数：

第1年，维持在每份100美元；

第2年，涨到110美元；

第3年，涨到120美元；

第4年，涨到130美元；

第5年，涨到140美元。

你认为，哪一只指数基金经过这5年会让你最终赚的钱最多？你的直觉告诉你，肯定是第2个指数会让你赚的更多，因为这个指数持续稳定地上涨。但是你错了。在一个波动的市场里，定期定额投资实际上能让你赚到更高的投资收益。

好好想一下：第1个指数，你每次投资买入的资金是同样多的，都是1000美元，当指数基金下跌到每股只有60美元时，它明显更便宜了，这时你同样投资1000美元买到的指数基金份数更多，所以当市场涨回来时，指数基金回到刚开始的价格每份100美元时，你持有的基金份数更多！

下面是伯顿·麦基尔绘制的一张图表，它描述了整个投资过程。

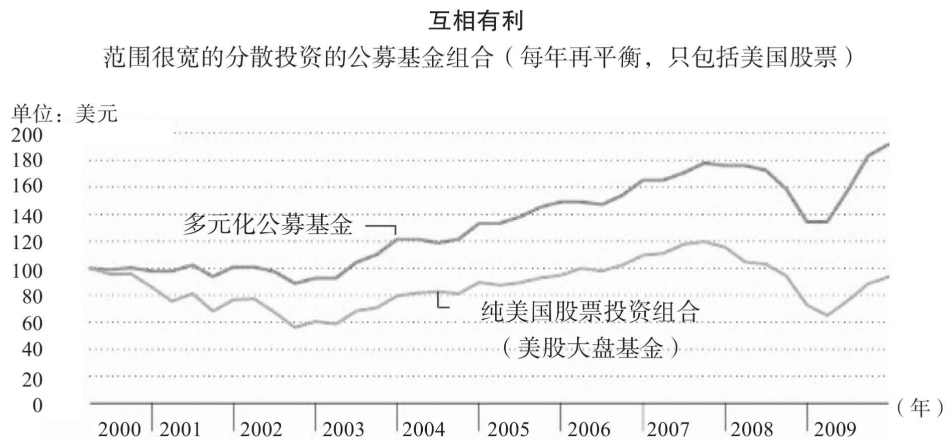



图25–3

数据来源：先锋公司和晨星公司

第2个指数，它持续稳定上涨5年，你5年累计投入5000美元本金，变成5915美元，收益率为18.3%，这也不错。

但是在一个波动的市场，你的本金还是5年累计投入5000美元，最终增值到6048美元，收益率是20.96%。二者相比，波动性强的市场比稳定增长的市场给你带来的利润率相对要高出2.66%！伯顿·麦基尔告诉我，问题是大多数人不愿意利用波动性强的市场走势来让自己多赚钱。市场一下跌，他们就受不了了，马上大叫：‘我的天哪！跌了这么多，我得赶紧卖掉！’所以你必须保持头脑清醒，继续按照计划稳定地定期买入，这样才能赚到更多的钱。

2000—2009年，投资者学到了痛苦的教训，我们知道，从股市周期来看，这是失落的10年。如果你把钱放到美国股市上，从2000年年初开始到2009年年底结束，你就会很惨。投资标准普尔500指数，1999年12月31日投资1美元，到了2009年年底只有0.9美元，投资10年，你还亏了10%，真是失落的10年。根据伯顿·麦基尔的计算，同样是这失落的10年，如果你用基金定投定期定额分散时间投入，你不但不会亏，而且能赚到不少钱。

伯顿·麦基尔给《华尔街日报》写了篇文章，标题是《“买入并一直持有”才是赢家》。在文中他解释道，自己支持买入并长期持有的事实依据是，如果你分散投资到一些指数基金组成的篮子里，包括美国股票、外国股票、新兴市场股票、房地产，从2000年年初到2009年年底，初始投入资本为10万美元，10年后增长到191859美元，这10年累计收益率为91.9%，年化收益率是6.7%。同样是在这个失落的10年，标准普尔500指数不但没有上涨，而且下跌了10%。

“基金定投能让市场波动为你所用，替你赚更多的钱。”伯顿·麦基尔告诉我。

从巴菲特的导师本杰明·格雷厄姆到伯顿·麦基尔，再到很多受尊敬的学术专家，每个人都有一个理由支持你运用基金定投，从你持续稳定的收入中，定期拿出来一个固定的百分比定额买入，做到在时间上分散投资。但是如果你有很大一笔资金要做投资，那么基金定投不是最好的办法。如果你现在属于这种情况，那么看一下下面的内容。

基金定投即定期定额投资，意思是有系统地、按部就班地每次投入同样数量的资金。但这是从整个投资组合来说的，而不只是股票那一部分。

记住，要让波动市场成为你的朋友，你要使用基金定投，同时还要考虑使用另外一种投资技巧，让自己一直保持在正常的轨道上，这就是“再平

衡”。

那么，让基金定投为你有效地工作的最好的办法是什么？幸运的是，大多数人都有401（k）账户或者403（b）账户[2]，可以按照一个固定的时间表，每次自动地投资相同的金额，这其实就是基金定投，让你享受到基金定投带来的好处。但是如果你没有这样一个自动化操作的基金定投系统，也没关系，你很容易就能设置一个。我有一个搞个体经营的朋友，她在先锋公司设置了一个退休投资账户，并享有税收优惠。她授权先锋公司每个月从她的银行账户自动扣款1000美元，投资她指定的多家指数基金，它们类型不同，而且相当分散。她知道自己并不能约束自己按照计划买入，特别是她感觉市场涨得太高时自己可能嫌贵不愿意买入，或者她感觉市场跌得太低时自己又可能因为恐惧而不敢买入，所以她干脆让自己置身事外。她是一个长期投资者，做了基金定投之后，就再也不用担心择时的问题了，因为她的操作体系已经自动化了，买入决策权根本不在她的手中。

有种方法能让你做基金定投更加容易，就是你到堡垒投资理财顾问公司开个投资账户，这家公司会帮你自动做基金定投。

你还要记住，在下面，我会向你展示一个非凡的投资工具，它能保护你在市场波动的时候避免损失。用了这个工具，即使你的市场择时完全错得离谱，你在股市上也不会损失一分钱。但是如果你的市场择时做对了，你会赢更多。但是在此之前，我们来看看第二个久经考验的投资模式，它能够保护你的积蓄，帮助你的财务自由基金增值最大化，为你增加更多的财富。

## 避免的模式：要做再平衡

戴维·斯文森和伯顿·麦基尔有时会采取不同的投资理财方法。但是有一点他们俩都跟我说过，所有我采访过的其他专家也都一致赞同这一点：要成为一个成功的投资者，你必须把投资组合定期再平衡。

你需要看看你的两个水桶，确认你的资产配置仍然是合适的比例。隔一段时间，你的水桶里的某一部分投资也许会大幅增长，与你投资组合里的其他部分一比，资产配置比例明显不合适，这让你的资产配置失去了平衡。

比如，你一开始的大类资产配置比例是6：4，60%的钱放在风险/成长水桶，40%的钱放在安全/安心水桶。过了6个月，你检查你的投资账户发现，现在你的风险/成长水桶里面的投资大涨了，结果导致风险/成长水桶里面的资产占整个组合总资产的比例不是60%，而是75%了，那你现在的安全/安心水桶占总资产的比例只有25%，而不是原来的40%。原来两大水桶的大类资产配置比例是6：4，现在成75：25，明显偏离你设定的目

标资产配置比例，所以现在你需要再平衡！

就像定期定额投资一样，再平衡也是一项技术。它乍一看很简单，但是真的要做到需要很多的规则，除非你牢牢记住再平衡非常重要，能让你的利润最大化，保护你免受亏损，而且它非常有效。否则，你会发现追涨杀跌的动量交易会迷住你，让你觉得现在自己短线投资的成功将会永远持续下去，或者现在的市场（股票市场、房地产市场、债券市场、商品期货市场）只会沿着一个方向继续前进：上涨，上涨，再上涨。

这种情绪和心理模式导致了人们持有一种投资时间过长，结果他们把原来引以为傲的巨大收益又还给了市场，这就像坐了一次过山车。遵守规则，你才会在某项投资还在继续上涨的时候，敢于逆市卖出，也让你能够在某项投资正在下跌时，或者在横盘上涨非常缓慢的时候，勇于逆势买入。

实践这个逆向投资的原则有一个非常有说服力的案例，那是一个真实的案例——投资界的偶像人物卡尔·伊坎在网飞公司（Netflix）股票上的投资操作。有一天，我去拜访他，正好刚有新闻报道说他投资Netflix股票赚了接近8亿美元。这部分股票都是他在一年之前，在每股58美元的时候买入的，现在的市场行情价格是每股341美元。他的儿子布雷特和他一起工作。最初这只股票的投资机会是他儿子给他的，他儿子不同意卖出这只股票，因为他觉得这只股票将来还有很大的增长空间。卡尔·伊坎说，他同意这个看法，但是他们的投资组合需要再平衡。如果他们不做再平衡的话，他们会发现自己可能会损失一些已经到手的巨大收益。卡尔在Netflix股票上一年赚了487%，带着这笔巨大的盈利，他投资了组合里的其他资产，同时他手上还保留了2%的Netflix股票，继续享受这只股票的未来增长。他用其中一部分资金购买了一家小公司的股票，公司名字是“苹果”（当时来看）。他认为当时这只股票被过于低估了。他高位卖出，低位买入，这就是投资的最高境界。再平衡是这个过程的核心。

## 如果亿万富翁这么做，也许你也应该这么做

你如果发现投资组合失去平衡了，应该怎么做？你原来的大类资产配置比例是6：4，60%的资产配置在风险/成长水桶，40%的资产配置在安全/安心水桶。但是就我前面所描述的那样，你的股票猛涨，结果变成了75：25，在这种情况下，你的再平衡行动计划要求你进行再平衡，把一些原来按照计划准备增加到风险/成长水桶的资金，转移到这个安全/安心水桶中，加快安全/安心水桶的资产增加速度，直到其在总资产中所占的比例重新回升到40%。另一种做法是，你可以把一部分风险/成长水桶里涨了很多的投资，趁着行情很火，高位卖出，然后把拿回来的资金用来增加安全/安心水桶里面的投资，比如投资债券或者第一信托契约或者其他的

资产。但是这样再平衡的过程可能会很痛苦，特别是，房地产投资信托基金正在猛涨，或者国际股票突然一下子上升，放着嘴里的肥肉不吃，转身离去，真的很痛苦。当乘坐一枚火箭飞速上升时，谁愿意跳下来？你只想要股票涨得更高！但是就像在赌场赌钱一样，手风大顺，赢了很多钱，现在是时候把桌子上赢的钱拿走一部分，以减少你的风险暴露程度了。同样的道理，你必须把你一部分涨得很猛的资产减持一些，以确定你在账面上赚的钱真正地赚到了手里，赚到手里的钱才是真正的钱。

就像定期定额投资一样，你必须抽离情绪，置身事外。投资组合再平衡，让你做的事和你想做的事正好相反，在投资中，这往往才是你应该去做的正确的事。

我们来看一个真实的案例：2013年夏，标准普尔500指数正在持续上涨，创出了历史新高，而这时的债券市场低迷，只能勉强产生少得可怜的收益率，你会卖出股票，买入债券吗？不可能！但是再平衡的法则就是这么说的，这正是你需要做的，卖出一部分大涨的股票，买入一部分低迷的债券，以保持你原始的资产配置比例——即使你内心有个声音在狂喊：“嘿，蠢货，为什么你要卖出股票拿钱去买那些债券？”

再平衡法则并不能保证你每次都能赢，但是再平衡意味着你赢的次数更多一些。再平衡增加了你获得成功的机会。经年累月，机会才是决定你的长期投资生涯成功还是失败的关键因素。

资深投资者总是会在不同的市场之间、不同的资产类型之间进行再平衡，当然这样做可能会使人感到更加痛苦。

比如，你有很多苹果公司的股票，正是在2012年7月，当时你要是卖出这些股票看起来简直就是脑子不正常，因为它们一直在猛涨——只前两个季度就涨了44%，现在股价超过每股614美元。但是如果苹果公司的股票在你的投资组合里占了很大的资产比例（记住，苹果公司股票刚刚上涨了44%，让你的投资组合失去了平衡，失衡程度应该相当大），再平衡法则告诉你必须卖掉一些苹果公司的股票，让你的资产配置比例重新回归合理的配置水平。卖掉正在上涨的大牛股，简直是要了你的命！但是再过一年后，同样是7月这个时间，你会不会感谢自己？为什么？苹果公司的股票行情走势像过山车一样，从2012年9月最高的705美元，跌到2013年年初最低的385美元，到2013年7月其收盘价为414美元——做了再平衡，让你避免了41%的损失。

那么应该多久进行一次再平衡？大多数投资者可以每年一次或者每年两次进行再平衡。玛丽·卡拉汉·厄道斯告诉我，她非常相信再平衡是强大的工具，所以她“经常”进行再平衡。“经常”意味着多久？“对比你原来合理设置

好的各部分资产类型的资产配置比例，经常检查你的投资组合，只要发现明显偏离了目标配置比例，你就要进行再平衡。多少次出现明显不一致，你就要相应地进行多少次再平衡，调整你的资产配置比例，改变你的投资计划，以适应世界上发生的新情况。你应该经常重新评估，但是不要过分密集地重新评估。”

另一方面，伯顿·麦基尔喜欢充分利用牛市上涨的势头。他建议资产平衡只要一年做一次就够了。我不想当个好战派，只是因为一个投资上涨了就要卖掉，理由是马上再平衡。”他说，“我希望给我市场表现好的资产类型至少一年的时间，让子弹再飞一会儿。”

不管你多久做一次再平衡，记住，它不但可以保护你避免承担过多的风险，而且可以大幅增加你的投资收益，就像定期定额投资一样。正是规则再次让你投资市场表现差的资产，这个时候的买入价格更低，所以你用同样的投资额可以购买更多的资产，所以等到价格上涨的时候，你手上持有的这种资产类型的数量就更多，赚的自然也更多。在这个过程中，你的利润是你的团队里面其他选手传给你的，就像洛杉矶湖人队进攻时球在不停地转移，或者就像接力赛跑的选手一样，一棒接一棒地不断交接，最终你会胜利到达终点。

你做再平衡的次数确实对你的税收有影响。如果你的投资不是在一个可以递延纳税的环境下，再平衡一项持有不到一年的资产，卖出一部分或者全部，一般要交税率更高的个人收入所得税，而不是税率更低的长期投资税。

再平衡，听起来或许让你有点儿害怕，好消息是这个工作也可以自动化，堡垒投资理财公司或者你选择的其他受托人投资顾问都可以帮你做到。投资顾问会指导你既提高你的税收效率，又继续发挥再平衡的力量。

现在你已经学到了两个久经考验的投资应用，以减少你的风险，增加你的收益。你不需要做别的，只要做资产配置就行了。但是还有最后一个技巧可以让你去掉两个“肉中刺”——亏损和税收。

## 收获的时候到了

组合再平衡的时间到了，你必须卖出一部分股票，这些股票不属于你的401（k）账户或者其他有税收优惠的账户，那么这会发生什么情况？美国政府会伸出税收之手，只要是你赚的钱，它都要抽走一部分作为税收。是不是资本利得税会让你痛苦得发疯？听着，这里有一个完全合法的办法让你可以降低税款，同时让你的投资组合继续保持平衡，这就是税收损失收割法。税收损失收割法的好处是减少你的税收，增加你的净收益。从本质

上讲，你用自己一些不可避免的亏损来最大化你的税后净收益。

伯顿·麦基尔认为，税收损失收割法可以增加你的年收益率，每年增加的比例高达1%，所以这值得你好好研究一番。

亿万富豪和大型机构都用这种方法来增加他们的投资收益率，但是普通投资者很少会利用这个强大、有效的技术，很少有人知道，即使那些知道的人也会觉得，这个再平衡和税收损失收割法听起来太复杂了，不愿意自己亲身尝试一下。不要担心，你可以询问受托人投资顾问或者用软件来做，就像在网上订购一份比萨一样，或者至少可以说，难度就像更新你的推特的安全设置一样，没你想象的那么复杂。

现在，请牢记在心，我的目标是让投资变得更简单，每个人都能做到，这个部分是本书技术含量最高的，最能考验你的大脑！首先祝贺你一直紧紧地跟着我学习完成最难的一部分。这部分的内容会让你感觉很有技术含量，大多数人会像躲避瘟疫一样远远地躲开。资产配置，基金定投，再平衡，税收损失收割法，这些术语一听就让你头疼，我希望你能知道，所有这些东西都可以设置成自动化操作，不用你自己动手操作。但是，清楚理解这些策略的意义，以及这些策略有效的主要原因，对你还是很有帮助的。

在本书第四部分，你只需要牢记4件事就够了。

第一，配置决定一切！所以你要进行大类资产配置，把它们分散投资到两大水桶中：安全/安心水桶和风险/成长水桶。做到分散投资到不同的资产类型、不同的市场、不同的时间。

第二，你不用犹豫不决，因为你想找到完美的入市时机。相反，你要利用定期定额投资，你知道波动会成为你的朋友，市场下跌会提供给你便宜买入的机会。当市场重新反弹回来的时候，这项投资技术会增加你投资组合的整体价值。

第三，要有一个梦想水桶，给你提供情绪上的快乐和兴奋。所以你可以体验到你的勇敢投资在短期和中期所带来的好处，而不是要等到遥远的未来才能享受到。

第四，用税收损失收割法把你的收益最大化，把你的损失最小化。

我第一次提出，我要在本书里讲资产配置以及基金定投等这些相关的精妙策略时，我的金融圈里的很多朋友都说："你疯啦？这些东西太复杂了，一般人根本搞不懂，很少有人愿意花时间读这些复杂难懂的东西。"我的

回答很简单："我在这里写书，是要写给那些少数行动派而不是多数空谈派的。"你需要饥饿感才能推动自己去掌握一些新东西，但是在掌握投资基本原则这件事上，你下的功夫绝对会有超值回报的。即使你必须来来回回地读上两三遍才能弄明白其中的道理，但你弄懂了之后的回报会非常大、非常多、非常久——这意味着会节省你好多年辛辛苦苦工作的时间。更重要的是，掌握了这些会给你一种感觉：上天赋予我更多的权力，我的内心更加安宁。

掌握资产配置这一部分很像第一次学习开一辆手动挡的汽车。开这样的车，我要一边使用加速器、刹车、离合器、变速杆、后视镜、方向盘，一边还要看着路面。你开玩笑吗？但是过段时间你就能开着车飞奔了，想都不用想这些问题了。

好了，我们现在一起走了很长一段路，在7步通向财务自由之路上走完了前四步。让我们回头看一下我们走过的路。

第一步，你做了一生最重要的投资理财决策，决定从你的收入中拿出一定的比例储蓄起来，作为财务自由基金，自动进行投资获取复利。你是不是已经做好这一步了？只要开个银行自动扣款的账户就行了。如果没有，今天就去做！

第二步，你学到了投资的门道，也知道了如何避免证券市场9个最大的投资误区，其实就是投资营销谎言。你成了下棋的棋手，而不是被棋手摆弄的棋子。

第三步，你已经走过了7步通向财务自由之路的第三步，让投资游戏能赢。这一步分为三个阶段：第一阶段，你计算出来你的三个地位最重要的财务目标，对于很多人来说它们是财务安全、财务活力、财务独立。第二阶段，你有了一个投资理财计划，计划的目标数字不是拍脑袋随便想出来的，而是根据实际情况推算出来的实实在在的数据。第三阶段，你寻找并实施一些方法来加快你的计划进展速度，这样你可以更早地享受你的投资回报。

第四步，你做出了一生最重要的投资决策，就是把你的资产配置到一个投资组合。每个水桶都有一个具体明确的资产配置比例（安全/安心水桶、风险/成长水桶、梦想水桶）。你已经做了充分的分散投资，并有了一个计划，它能加速实现你的财务梦想。

现在你在投资理财上已经甩开了99%的美国人，甚至是全世界其余99%的投资人，你对投资的理解深度，对投资管理实务的理解深度，都明显像个内行了。有些人对我很好，花了很多时间读了本书的初稿，他们有一个相

同之处，那就是在学到这些东西之后，他们心里非常激动。如果你和他们一样，你就会跳上跳下，抓住你的朋友的肩膀，想展示给他们你刚刚学到的一些投资理财方法，因为这样做能给他们增加几十万美元，甚至是几百万美元的投资收益。但是你也许会吃惊地发现，自己让朋友泼了一头冷水：你一分钱还没有见着呢！我向你保证，最好的东西还在后面。从现在开始，后面的内容会比这个部分容易得多。

现在，既然你所想所做的都像一个投资内行一样，我会展示给你看，如何真正像内行一样去投资。让我们来看一看，你如何能在任何金融环境下都取得成功，你如何能够获得市场上行的潜在收益而不用承担市场下行的风险，创造出一个终身收入流。

## 定期定额投资与一次性大额投资比较

如果你有大笔钱要去投资，定期定额投资对于你来说是最好的方法吗？

如果你突然发了大财，比如得到10000美元奖金，就像我们在这个部分前面所说的那样，或者你得到了5万美元的保险赔付金，那么你是用基金定投，按照固定的时间表，分成几个月甚至几年，分期分批每次买入固定的金额，还是干脆一次性做大笔投资呢？

这里就有矛盾和争议了。有些投资顾问反对基金定投，反对的理由也很客观，就连伯顿·麦基尔也承认要投资股市，如果股市一直上涨的话，基金定投并不是最高效的策略，就像美国经济大萧条之后的几年，美国股市就一直在上涨。

要是在牛市的一开始，你就把所有资金一次性全部投入，肯定比把它分成60小份，用5年时间每个月做基金定投赚的钱更多。这很明显，对不对？最近有些研究表明，其中包括先锋公司在2012年做的研究，按照10年为一期滚动计算，在过去80年里，在美国、英国、澳大利亚三个股票市场里，一次性大额投资在超过2/3的时间里，都胜过基金定投。

为什么会是这样？因为一次性大额投资，你投进去的钱更多，资金开始替你赚钱的时间更早，而且从长期来看，交易次数少，可以把交易费用控制得更低。一次性大额投资，在牛市里，肯定能给你带来获得更大潜在收益的机会，但是如果市场下跌，它也会给你带来更大的整体亏损。研究表明，长期而言，一次性大额投资，如果在分散投资上做得好的话，你会赚更多的钱。你能多赚多少钱？最终，平均而言你最多能够增加2.3%的收益率。还记得伯顿·麦基尔计算出来的基金定投效果的实际数据吗？在2000—2010年失落的10年期间，如果你投资1美元到标准普尔500指数，从1999年12月31日起10年之后，你只剩下0.90美元，投资10年亏损了10%。但是如果你用的是基金定投，同样是这10年，你不但没有损失，而

且会赚钱。在这些研究中，有些研究说一次性大额投资好，有些研究说基金定投好，那么你到底该怎么做？你得到10000美元奖金，会马上全部投入股市，还是会先把这10000美元放在一个更加安全的地方，然后做基金定投，用10个月时间，你每个月投资1000美元呢？如果是前面说的一次性拿到了5万美元保险赔付金，用2年的时间来做基金定投，如果市场持续上涨，你这样分期分批投入，要少赚不少钱。但是行为经济学告诉我们，你并不会为此感到后悔，相比之下，如果你一次性全部投入，结果2天之后股市崩盘了，你才会非常后悔！

所以这完全取决于你自己。我要再说一次，我到这里来不是来给你投资建议的，只是要分享给你全世界最优秀的投资理财专家的最高明的投资见解。对于大多数人来说，一次性大额投资并不是一个问题，因为他们手上根本没有这样一大笔钱！如果你正好没有这样一大笔钱，只能每个月靠工资攒点儿小钱，你仍然可以做基金定投，投资一个合理分散的投资组合，让自己的收益最大化，最终你也能赚到一笔大钱。

---

[1]看看今天大多数财经网站或者软件提供的股票行情走势图，你会看到花旗银行的股票行情的历史价格：2009年3月9日收盘价为10.50美元，2009年8月27日收盘价为50.50美元。但这些价格并不准确。这些图表没有进行复权处理，来反映2011年5月6日花旗银行做的反向股票分割（10股合并成1股）。5月5日股价还是每股4.48美元的股票，第二天5月6日每10股合并成1股，就成了每股44.80美元，当日收盘价是每股45.20美元，小幅上涨0.4美元，接近1%。原来花旗银行的股票总共有290亿股，10股合并成1股之后，股票总数只有29亿股，它的目的只有一个，就是抬高每股股价。正如《华尔街日报》在2011年5月10日所说的那样：“从2007年以来花旗银行首次成为一只股价达到40美元的股票，按照星期五的收盘价，股价看起来涨幅超过850%。警告，投资者一分钱也没挣到。”

[2]403（b），美国教育机构或者非营利组织雇员的退休金计划。——编者注

# 第五部分 只赚不赔：创造一个终身收入计划

## 第26章 打不垮，沉不了，压不住：全天候投资策略

不可胜者，守也。

——《孙子兵法》

我们人生中有些事件，永远地塑造了我们的世界观。这就像我们旅途中公路上的公里标志，不管我们是否能看懂它的意思，它都给了我们一个视角来看现在的世界。我们选择的那些事件对于我们而言具有什么样的意义，将会像涟漪一样影响到我们的行为和决定，这种影响会持续我们一生。

如果你是在咆哮的20世纪20年代长大的，这十年里巨大的繁荣和伟大的事件会塑造你的人生。那是伟大的“盖茨比”的年代。但是如果你是在接下来大萧条的20世纪30年代长大的，那么那个时代充斥的挣扎和焦虑会把你的人生塑造成另外一个样子。成长在一个严酷的经济寒冬，逼迫你变成一个求生者。

现在这个时代的人对整个世界有着完全不同的体验。他们成长在不可思议的繁荣之中，即使他们的收入并不属于前1/100的富豪，他们也活得非常幸福。我们生活在一个需求方说了算的世界，作为消费者能够享受到巨大的便利。我们可以让日用杂货商品直接快递到我们家门口，舒舒服服地穿着睡衣就能将收到的支票存到自己的银行账户，看的电视有上千个频道，什么时间、什么地方的节目你都能看，只要你想看。我的孙女到现在还没有学会系鞋带，但是她刚4岁的时候就能把iPad（苹果平板电脑）玩得跟我这个爷爷一样好，她已经知道，谷歌只用一小会儿就能够回答任何问题。这是一个无限可能的时代，一个创业企业，例如网络信使只有50多名员工，但它可以颠覆一个行业，因此这个企业的收购价格高达190亿美元。

毫无疑问，我们生活的时代的发展情况和重大事件塑造了我们的人生，但是更重要的是，我们赋予这些事件的意义将会决定我们最终的发展轨迹。

## 20世纪70年代

瑞·达利欧1949年出生，2014年时已经65岁。他在20世纪70年代开始做投资。20世纪70年代经济发展形势出现巨大变化，可以说是20世纪30年代大萧条以来最糟糕的经济环境。高失业率伴随着巨大的通货膨胀，导致利率水平像火箭一样飙升，竟然高达百分之十几。你还记得，我在高通货膨胀的20世纪70年代买了房，借的抵押贷款的利率是18%，高得吓人！1973年美国又迎来一场石油危机，美国根本没有料到，阿拉伯国家会对美国实行石油禁运，导致油价从每桶2.1美元飙升到10.4美元。没有一个人预料到会发生这样的事情。美国政府强制进行汽油单双号配给制，迫使人们不仅排队加油要等上好几个小时，而且只能在单号或者双号的日子去加油！这是一个政治上激烈斗争的时期，经历了越南战争和水门事件之后，美国人民对政府的信任大幅度降低。1974年尼克松总统被迫辞职，后来他的继任者，也就是前任副总统杰拉德·福特特赦了他。

1971年，瑞·达利欧刚从大学毕业，第一份工作是进入纽约证券交易所当一名小职员。身在市场中，他亲眼看到牛市和熊市在短时间内爆发，创造出巨大的市场波动性，让各种不同的资产类型都大幅波动。潮水突如其来，又匆匆而去，人们根本无法预测。达利欧看到了巨大的收益机会，但是他也看到了同样巨大甚至更加巨大的风险，巨大的风险与机会并存在这片巨大的海域里。结果，他变得极其痴迷于想要弄明白，所有这些场景和波动是如何交织在一起的。在理解更大的经济机器是如何运转的过程中，他最终弄明白了如何避免那些像遭到大洪水一样的巨大损失，这让很多投资者注定失败。

所有这些事件塑造了年轻的瑞·达利欧，让他最终成为世界上规模最大的对冲基金经理。但是，有个对塑造达利欧的投资哲学影响最大的顿悟时刻，它出现在1971年8月一个酷热的晚上，尼克松总统突然发表演讲，从而改变了我们习以为常的金融世界。

## 尼克松之夜

美国三大广播电视网，突然中断正在播出的所有节目，美国总统尼克松突然出现在所有美国家庭客厅的电视机屏幕上和收音机里。很明显，他处于一种严肃又焦虑的状态，他宣布："我命令国务卿约翰·康纳利暂时停止美元兑换黄金。"只有简短的一句话，20多个字，美国总统尼克松向全世界宣布，我们熟悉的美元再也不会是以前的样子了，美元的价值再也不和黄金直接挂钩了。还记得诺克斯堡吗？这个城堡的作用就是，对于政府印发的每一张美元纸钞，美国政府都会持有相同价值的实物黄金，这些黄金就保存在这个城堡内，它被严密保护。但是当尼克松这样宣布美元和黄金脱

钩时，美元从那时开始就只是一张纸了。想象一下，本来你有个藏宝箱，里面装满了黄金，结果有一天你打开一看，发现一张一张黄色的便利贴，上面只写着两个字：欠条。

尼克松说，现在决定美元价值的是我们，即市场。市场认为美元价值多少，美元就值多少。这个新闻也震惊了其他国家的政府，它们持有大量美元，一直相信可以随时选择把美元兑换成黄金。一夜之间，尼克松公开地把这种选择权拿掉了，这倒是非常符合他的外号“狡猾的迪克”。他还宣布对所有进口的商品额外征收10%的关税，以保证美国国内产品的市场竞争力。就像10月末的一场暴风雪，尼克松的演讲标志着气候的巨大变化。

瑞·达利欧正在家里看电视，看到美国总统的演讲，他简直不敢相信他的耳朵所听到的。尼克松决定让美国脱离金本位，这会产生什么影响？这对市场意味着什么？对美元和美元在全世界的地位意味着什么？

有一点，瑞·达利欧敢肯定：“这意味着钱的定义不同了，我想也许会有一场危机！”他内心想，第二天早上他一走进交易所，肯定会看到，整个市场暴跌。

他错了。

让他震惊的是，道琼斯指数第二天涨了接近4%，股票指数涨幅创下了有史以来最大单日涨幅，黄金价格也像火箭一样飙升！这完全是违背直觉的，大多数专家的预测都错了。毕竟我们刚刚毁掉的是我们对全世界的神圣承诺，这些上面印有已故美国总统头像的纸片，实际上是有实际价值的。当然，这种变化不会激发人们对美国经济和美国政府的信心。这是一件让人头疼的事情，这次市场繁荣最终名扬天下，被称为“尼克松大反弹”。

但这带来的并不都是好消息。“我们认为美元价值是多少，它就价值多少。”这导致一场通货膨胀风暴正在酝酿，不久就会到来。达利欧详细地描述道：“但是当时是在1973年，第一次石油禁运危机就种下了严重通货膨胀的祸根。我们以前从来没有担心过石油危机。我们以前从来没有担心过通货膨胀。所有这些事情，在感觉上都成了意外。我发展形成了一套预测意外的方法。”另外，这是指那种我们承受不了的意外，或者说我们没有能力化解的意外。就像下一个2008年金融危机。这种意外就是下一个冲击波，它肯定会让我们整个市场大动荡。

尼克松反弹成了瑞·达利欧的人生催化剂：他从此开始执着于对任何事情做好准备，包括全世界任何一个角落，随处都可能会发生的你根本不知道的事情。他的使命是，研究任何一种可以想象得到的市场环境，这对某些投

资来说意味着什么。这是他的核心操作原则，他靠这个原则来管理世界上最大的对冲基金。不是依靠他已经知道的东西，而是正好相反。他总是不满足地、充满饥渴地持续寻找他所不知道的东西。因为明显的东西往往是明显错误的。普遍流行的思想常常是错误的思想。因为世界是持续改变和进化的，瑞·达利欧探索未知的旅程是一条永远没有终点的探索之路。

## 终极投资极乐世界

你接下来要读到的内容，很可能会是整本书中最重要的一章。是的，我知道，我以前也这样说过好多次了。我每次说都是真的。如果你不知道游戏的规则，你就会让对手击倒，把你撕得粉碎。如果你不是像一个内行一样思考，传统的智慧会引导你接受类似大众的命运。如果你没有决定把一部分收入的一定比例拿出来，让你的储蓄自动化，你的火箭就永远飞不起来，其中的原因很简单——燃料不够。但是我发自内心地完全相信本书里讲的内容，没有什么能够比得上瑞·达利欧设计的这个投资策略，让你可能获得的收益最大化，却同时让你承受的风险最小化。这正是瑞·达利欧的特别之处。这也正是达利欧名扬世界的秘密所在。

你在下面学到的投资组合，能给你提供以下三大好处：

第一，非凡的高收益性——最近40年（1974—2013年）里年化收益率接近10%，（精确地说是扣费后9.88%）。

第二，非凡的高安全性——最近40年85%的时间里，你的资金都是安全的，只有6个年度出现了亏损，平均亏损幅度只有1.47%。6次亏损中有两个年度，其实是盈亏平衡，因为有一年亏了0.03%，还有一年亏得更少，无论怎么看，它都属于盈亏平衡。所以从实践操作的角度来看，这40年你其实只有4年是亏钱的。

第三，非凡的低波动性——最近40年你能体验的最糟糕的亏损，也只有3.93%。

还记得沃伦·巴菲特的投资终极法则吗？第一条，不要亏钱；第二条，牢记第一条。实际运用巴菲特这个投资法则的，正是瑞·达利欧的天赋所在，这正是为什么他能成为投资界的达·芬奇。

任何人都能向你展示一个投资组合，（事后来看）你要承担巨大的风险，才能得到高收益，如果组合下跌50%~60%的时候，你的勇气没有像个纸袋一样瘪下去，而是一直坚定地持有，你最终肯定会有很大的投资收益。这个建议，基金和券商在做市场营销时说起来非常好听，但是对于大多数人来说很难做到，一点儿也不现实。

我简直不能想象，竟然有这样一种方法，适合你我这样的个人投资者，让我们能够获得像股票市场整体水平一样的收益率。与此同时，还有一种策略能够最大限度地限制损失的发生频率和规模，几乎能让你安然度过每一种可以想象到的经济环境。你能想象到，竟然有一种投资组合模式，在2008年只亏损了3.93%吗？要知道2008年当时整个世界都崩溃了，股票市场从顶点暴跌50%。有一个投资组合，你这样投资之后，会感到非常安全和安稳，即使再发生下一个2008年金融危机这个让人吓得魂飞魄散的大崩盘，席卷走美国人退休金账户上数万亿股票市值，你也能安然无忧。这就是我要送给你的礼物，它就在后面的内容里。（过去的业绩并不能保证未来的业绩，相反，我提供给你的是历史数据，用来讨论和描述投资的基本原则。）

我们很快就会揭开这个神奇的投资组合，让你欣赏到瑞·达利欧投资之道的美妙和力量，在此之前，让我们先了解一下瑞·达利欧这个人的故事，他可是我们所在的地球上神奇得简直不可思议的投资和资产配置的绝顶高手。全世界各国政府和世界上最大的公司，电话快速拨号键上都存着瑞·达利欧的电话，以便它们能够及时咨询如何把它们的收益最大化，同时使它们的损失最小化。

## 我就爱麦乐鸡

1973年，对于小鸡来说，真是个倒霉的年头。正是在那一年，麦当劳决定推出麦乐鸡，结果产品卖疯了。这让麦当劳花了好几年才能解决供应链的问题，没办法，因为公司无法获得那么多鸡肉。但如果不是瑞·达利欧给出天才般的解决方案，麦乐鸡根本无法继续卖。

光鲜亮丽的投资界怎么会跟快餐业掺和在一起？这是因为麦当劳要推出麦乐鸡这款新品，管理层非常焦虑，害怕以后鸡肉的成本上升，这样就会提高鸡肉的价格。但是那些经常光顾麦当劳的顾客，花钱都是很节省的，麦当劳想让套餐提价，这些顾客可不干，马上就会离开。但是鸡肉供应商不愿意接受固定价格，因为他们知道，不是鸡的价格高了，关键是喂养小鸡用的那些玉米和大豆的饲料成本的价格提高了。如果饲料成本上涨，卖给麦当劳的鸡肉价格固定不变，供应商就必须自己消化这些损失。

麦当劳的人给瑞·达利欧打电话求助，因为他们知道达利欧是世界上最有才的家伙，他最大的天才就是让你的上行潜在收益最大化，与此同时，消除风险或者把风险最小化。瑞·达利欧在电话里给出了一个解决办法。他设计出一份私人定制的期货交易合约（简单说就是一个保证，避免未来玉米和大豆价格上涨），这样就能让鸡肉供应商得到固定价格的玉米和大豆供应，于是那些供应商就乐于和麦当劳签订合同，按照固定价格供应鸡肉。

大家共同获利。祝你好胃口！

瑞·达利欧专业能力的影响范围远远超出麦当劳这样的大公司。你想知道他的智慧在全世界的影响有多么深远吗？1997年，美国财政部决定发行能够抵抗通货膨胀的债券（现在它们一般被称为TIPS）。美国财政部官员专门来到瑞·达利欧的公司——桥水基金公司，向他咨询如何来设计这些债券产品。瑞·达利欧的建议构成了现在通用的保值债券基本条款的结构。

瑞·达利欧不只是一个基金管理人，他在市场研究和风险管理上也是大师，他知道如何选择不同的交易价格，以便获胜的概率极其有利于自己和客户。

达利欧是怎么做到的？他的秘密是什么？让我们坐下来，靠近这位投资大师，让他带我们踏上这趟投资智慧之旅吧。

## 智慧海豹突击队

还记得吗，我在开篇讲过，瑞·达利欧给了我们一个丛林的比喻？就像达利欧看到的那样，如果我们想要到达我们真正想去的地方，我们必须穿越丛林。丛林是危险的，因为里面有很多东西我们都一无所知，有些挑战就隐藏在下个转弯的地方，它们会伤害到你。但是为了到达你真正想要去的地方，你必须在你周围聚集一些你很尊敬的、世界顶级聪明的头脑。瑞·达利欧创办的桥水基金公司，就是他个人组建的“丛林高手”团队。他的桥水基金公司员工超过1500名，个个都和达利欧一样，非常痴迷于如何找到办法，既让收益最大化，又把风险最小化。

前面我说过，桥水基金公司是世界上规模最大的对冲基金公司，管理规模超过1600亿美元。这个规模在业内是极大的了，现在管理规模能超过150亿美元都算得上大型对冲基金了，桥水基金公司一家的规模就超过10家大型对冲基金公司。尽管一般投资者根本没有听说过瑞·达利欧，但是他的名字在顶级财富圈里十分响亮。瑞·达利欧写的投资评论、简报，就是金融圈最有权势的大人物也会阅读，其中包括各国中央银行的行长，也包括各国政府的高官，甚至是美国总统。

因此，全世界最大规模的机构，包括规模最大的养老基金、外国主权财富基金，都把很多资金交给达利欧来管理和投资。大家都想了解达利欧的投资高见。为什么？关键是瑞·达利欧想的、说的、做的，并不是传统智慧的所思所想。他能跳出既有观念来思考，甚至会粉碎那些条条框框。他总是非常饥渴地持续学习和挑战传统的东西，发现“真理”是推动达利欧持续快速增长的动力，让他从最早的只拥有公寓兼办公室，一路成长到拥有康乃狄格一片蜿蜒的巨大校区。他在桥水基金公司组建的丛林团队被称为智慧

海豹突击队。在桥水工作，你要和瑞·达利欧一起穿越丛林，并肩战斗。桥水基金公司的文化要求你要有创造性、洞察力和勇气——总是能够捍卫你的投资立场和投资观点。但是达利欧也要求你，必须主动质疑，甚至攻击任何你觉得错误的事情。你的使命就是找出什么是真相，然后找出最好的办法来处理和应对真相。这种工作方式要求“彻底开放，彻底真实，彻底透明”。整个公司的生存和成功都得益于此。

## 阿尔法狗

瑞·达利欧之所以名扬天下，靠的是他的纯阿尔法策略对冲基金取得的非凡成功。1991年他推出这个对冲基金，现在管理规模达到800亿美元，年化收益率21%（扣费前），高得令人难以置信，风险却相对较低。基金的投资者包括世界上最富有的个人、政府、养老基金。这些投资人的资产规模可以说是1%中的1%的1%。这个“小圈子”已经停止接收新投资人很多年了。纯阿尔法策略对冲基金是主动管理型的，这意味着达利欧和他的团队在持续不断地寻找投资机会，他们想在正确的时间进入，在正确的时间退出。桥水基金并不只是跟随市场，有一点可以作为例证，那就是2008年他们获得了17%的收益率（扣费前），而很多对冲基金管理公司都关门了，或者乞求投资者不要赎回，不然公司就会破产。纯阿尔法策略基金的投资者，希望得到更大的收益，也愿意为这些投资承担风险——尽管他们还是尽自己最大努力地在最大限度地控制他们承担的风险。

## 孩子和慈善

瑞·达利欧管理纯阿尔法策略对冲基金，取得了不可思议的成功，帮客户赚了很多钱，这也让他赚了很多钱，积累了巨大的个人财富。1995年前后，他开始考虑自己可以给后代留下什么遗产，留下什么样的基金，但是他心里疑惑的是：“如果我人不在了，不能坐在这里主动管理这些资金，那么我该运用什么类型的投资组合？”什么样的投资组合，可以比他自己做投资决策能活得更久，而且继续创造良好的收益，以继续支撑他的孩子成长，以及慈善事业所需要的花费？

达利欧知道，传统智慧和传统的投资组合管理，会把他的方法构建成一个投资模型，而历史数据持续表明，碰到市场变得异常糟糕的时候，这个投资模型就不适用了。所以他开始探索是否可以创建一个组合（就是一种资产配置）在将来的任何经济情况下都能做得很好，不管是像2008年那样严酷的经济寒冬还是经济衰退，甚至是经济萧条。没有人知道再过5年会发生什么，更不用说再过20年、30年了。

结果是什么？

换一种全新的方式来看资产配置，设计出一套全新的规则。达利欧先是用长期历史市场行情来测试这个策略，一直回测到1925年，结果令他很满意。然后达利欧再将这个策略用在个人管理的家庭信托投资上，结果产生了辉煌的业绩，经受了多种经济情况的考验。经过双重考验之后，他才用这个策略推出了一只对冲基金，只限于少数经过选择的投资人。其中的条件之一是这些人每人至少要投资1亿美元。这个新的策略，名为全天候投资策略，1996年才第一次公开亮相，仅仅过了4年，网络股泡沫破裂，股市三年暴跌一半，这个新的策略面临严峻考验。结果全天候投资策略顺利地通过考验，业绩表现非常出色。

## 问题就是答案

我们都听过那句格言："问，你就会得到答案。"但是如果你问的是更好的问题，你得到的答案也会更好，这是所有取得重大成功人士的共同特点。比尔·盖茨问的问题不是"怎么样才能打造世界上最棒的软件"，他问的是"我怎么样才能创造出一套操作系统控制所有的计算机"。这两个问题的区别就决定了微软不但成为最成功的软件公司，还成了主导计算机世界的力量——目前仍然控制着全球90%的个人计算机市场！不过比尔·盖茨没有掌握网络，因为他把专注点放在了计算机上面。但是创办谷歌搜索的两个男孩拉里·佩奇和索杰·布林问的是："我们如何组织安排全世界的信息，让信息随手可得、随时可用？"结果他们专注于一个更加强大的力量，这个力量深度影响了科技、生活、商业。你问的问题层次越高，更高层次的回报才会随之而来。要得到结果，你不能只问一次，你必须变得非常执迷于给这个问题寻找伟大的答案（很多个答案）。

一般人问的问题都是这样的："这件事我怎样才能应付过去？""为什么这件事情会发生在我身上？"有些人甚至问的问题是负能量的，他们的头脑关注和发现的是障碍，而不是寻找解决方案。这种负能量的问题是："我怎么从来都减不掉体重？""为什么我从来都管不住自己花钱？"这样只能让他们在自我限制的路上走得更远。

我一直非常执着于这个问题：我如何能把事情做得更好？我如何帮助人们现在就能明显地改善他们的生活品质？这个关注点驱动我过去38年来寻找和创建策略和工具，不是以后见效，而是马上见效。你呢？哪个（哪些）问题你问的比别的问题加在一起还要多？你最关注的是什么？你人生中最痴迷的是什么，寻找真爱，与众不同，学习，赚钱，让每个人都高兴，避免痛苦，改变世界？你意识到你最关注的问题是什么了？你认识到你一生最重要的问题是什么了吗？不管你一生最关注的是什么，都会塑造、框定、指导你的人生。本书回答的问题是："那些最高效的投资人做了什么能让他们持续获得成功？"这些人原来也一无所有，但是想方设法地创造

出巨大的财富和财务自由，让他们的家人能够分享，那么他们在这个过程中做出的决策和采取的行动是什么？

在金融世界里，瑞·达利欧变得非常痴迷于一系列更高质量的问题。这些问题导致他最终创造出了全天候投资组合。这正是你很快就会在本书中学到的投资方法，这个投资方法法力无边，有能力从此改变你的财务人生，从此你的财务人生会变得更好。

“设计一个什么样的投资组合，让人可以绝对地确定，不管经济状况是好还是坏，都能表现良好——穿越所有的经济环境？”

这也许听起来是个显而易见的问题，事实上很多所谓的“专家”和财务顾问都会说，他们正在使用分散的资产配置，设计的目的就是要做到这一点。但是，正是用传统的答案来回答这个问题，导致很多专业投资机构会在2008年亏损30%~50%，我们看到很多目标日期基金遭到大屠杀，而按照设计，它们本来应该是，持有人越接近设定的退休年纪，其持有的基金投资组合应该越保守，结果是应该保守却远远不够保守。我们也看到，雷曼兄弟，这个有158年历史的基石型金融机构，几天就垮掉了。在那个时候，大多数投资理财顾问躲到桌子底下，不敢接听客户打来的电话。我的一个朋友开了个苦涩的玩笑：“我的401（k）退休金账户现在跌成了一个201（k）。”金融行业使用的所有梦幻般的软件——用蒙特卡洛模拟计算所有类型的潜在未来情景，那些巨大的危机既没有被预测到，也没有被防卫，结果让投资者亏惨了，例如1987年股市黑色星期一大崩盘，2000年网络股泡沫大崩盘，2008年金融危机毁灭性大崩盘，名单还很长。

你要是重新回忆一下2008年那些日子，你听到的标准回答都是这样的：“这种事以前从来没有发生过。”“我们现在是在从来没有人探索过的海域。”“这次和以前完全不一样。”瑞·达利欧根本不理睬这些回答（这也正是为什么他预测到了2008年全球性金融危机，还在2008年赚到了大钱）。

不要误解瑞·达利欧所说的“意外”——这一次总是看起来跟上一次不一样。1973年石油禁运危机，20世纪70年代后期快速通货膨胀，1976年英镑危机，1987年黑色星期一，2000年网络股泡沫，2008年房地产崩盘，所有这些意外，都让大多数专业人士猝不及防。下一次意外还会来临，还会让他们摔个大跟头。这一点我们完全可以肯定。

但是2009年当烟雾散去后，市场开始反弹，很少有资金管理人停止追问，他们原来使用的传统资产配置方式和风险管理是不是从一开始就是错的。有很多人拍拍身上的灰尘，重新骑上销售的马鞍，口里又开始念念有词，一切将回到“常态”。但是请记住瑞·达利欧的投资魔咒“预料意外”，还有他

的核心操作问题“什么是我不知道的”。问题不是将来会不会再有一次大崩盘，问题是大崩盘什么时候会来。

## 马科维茨：收益最大化的秘密

哈里·马科维茨，人称现代投资组合理论之父，这套理论让他获得诺贝尔经济学奖。他这样解释现代投资组合理论背后的基本概念。简单来说，你要是看你投资组合里的投资，不能只是单个来看，而应该从整体来看。这里面有一个风险和收益之间的权衡，所以就像听交响乐一样不能只听一种乐器的声音，你要听整个乐团合在一起演奏出的声音。你的那些投资个体的不同表现，加上投资分散的情况，二者最终决定你的组合的总体收益情况。这个建议现在听起来也许太简单了，但是在1952年这种想法简直是“新大陆”。在某种程度上，这个道理影响了从纽约到香港全世界每一个投资组合的经理人。

和所有伟大的投资人一样，瑞·达利欧站在了马科维茨的肩膀上，用他的核心智慧作为基础，来考虑任何投资组合或者资产配置的设计。但是他还想把它再提升到更高的水平上。他可以肯定，他肯定能够增加一两个关键的特质——拉动两个关键的杠杆，创造出属于他自己的突破性发现。他用自己40年的投资经验，召集桥水基金公司的丛林战队，把他们的脑力投注在这个开发计划上。达利欧可以说是花了很多年来不断地精进他的研究，直到最终找到了一种全新的方式来看待资产配置。这就是终极资产配置，完美的资产配置，既收益最大化又风险最小化。瑞·达利欧的发现，给他自己创造出一种全新水平的竞争优势——你很快也会拥有这种竞争优势。

瑞·达利欧这种改变人生也改变游戏的投资方法，一直秘不外传，只有他的客户才能享受到这种独门绝招带来的好处。政府、养老金管理机构、亿万富豪，作为达利欧的客户，都从这个策略中享受到了非凡的投资收益，全靠这一招。不用再羡慕，你很快也能学到瑞·达利欧的全天候投资策略。就像我前面所说过的，这就是瑞·达利欧在金钱游戏中用的神奇盔甲。达利欧把他的家庭和慈善基金的所有资金，都投进这种投资组合，再加上世界上最保守、最资深的金融机构委托他管理的安全/安心水桶里面的资金，就像瑞·达利欧那样，我现在也把我家庭的一部分资金用这种方式进行投资，包括我的基金会的资金，原因很简单，它非常赚钱。你会开始看到，在近85年的各种经济环境下，这个策略都产生了良好的业绩。从经济萧条到经济衰退，再到通货膨胀和通货紧缩，无论经济形势的好坏，这个策略都能找到一种方法，找到投资机会把投资收益最大化。从历史数据来看，这是最好的投资方式之一，它可能会实现我的愿望，即使是在我离世很久之后它也能正常运作。

## 游戏日

瑞·达利欧可以称得上我们这个时代伟大的投资传奇人物之一，能有机会当面向他请教，确实是一份难得的馈赠，我可得好好利用。我花了将近15个小时做研究，充分准备我跟瑞·达利欧的见面，梳理我手上能够找到的各种资料（这事很不好办，因为他一直回避媒体，不愿公开露面）。我挖掘出来一些瑞·达利欧少有的几次演讲：一次是在达沃斯论坛上对世界各国领导人发表的演讲，一次是对美国国会对外关系委员会发表的演讲。我也看了查理·罗斯在《60分钟》节目中对他的访谈，这是他仅有的几次媒体亮相之一。我也看了他指导的动画视频《经济机器是如何运作的：30分钟全掌握》。这是一段很棒的视频节目，我强烈建议你看一看，有助于你真正理解整个世界经济是怎么运作的。我能找到他写的每一篇白皮书和文章，我全看了，还仔细梳理了一篇。他写过一本小书，其实是一篇长文，书名是《原则》，内容包括他的人生和投资管理指导原则，我仔细阅读，差不多每一页都在上面做了标记，画了重点。这是一生只有一次的机会，我不能让自己未完全做好准备，就去见这位最伟大的投资大师。

原来说好是一个小时的采访，很快变成接近三个小时。我一点儿也没想到，达利欧竟然还是我的粉丝，喜欢我写的书，一直在听我的音频教程，听了近20年了。我简直太荣幸了！我们越谈越深。你来我往，你说我答，我们谈的内容也越来越广，从投资扩大到世界经济这台大机器实际上是如何运行的。我一开始问了一个简单的问题："对于个人投资者来说，这个游戏还能赢吗？"

"能！"瑞·达利欧说，加重语气，肯定地说。但是你肯定不能听你认识的那个经纪人小帅哥给你的建议，照着他说的做，那你肯定赢不了投资游戏。你若想靠预测市场涨跌来选择进入市场的时机，这样你肯定也赢不了这个投资游戏。你若想预测市场，基本上就是跟全世界最优秀的选手来玩扑克牌，他们拥有几乎无穷无尽的资源，可以跟你玩上几天几夜，无论是能力、经验、资源、时间，你都差远了，想赢是不可能的。在牌桌上就只有这么多玩扑克牌的筹码，"这是一个零和游戏"。有人赢多少，肯定就有人输多少。所以，你想要从像达利欧这样的投资高手的手里赢走一些筹码，那简直是痴心妄想，你只是一厢情愿而已。"这是一个全世界的人都在参与的大赛，但只有极少数人能够实实在在地赚到钱，他们赚了很多钱，不过都是从那些没有他们优秀的选手手里赚走的。"正如人们常说的，如果你在一张牌桌上玩了一会儿，还没有看出来谁是傻瓜，那么你就是那个傻瓜。

很多人想要努力战胜市场，想要预测市场，瑞·达利欧给这些人一个终极警告："你根本不应该参加那种游戏。"

“好了，达利欧，我们知道了我们这些业余投资者不应该妄想战胜世界上最好的投资职业高手，那么我要问你一个问题，我为写本书访谈过的专业人士，我都问过这个问题，如果你不能留给你的孩子任何钱，而只能给他们一个投资组合清单，一个具体的资产配置清单，加上一个投资原则清单来指导他们投资，你给他们的清单会是什么？

达利欧往后坐了坐，我可以看出他迟疑了一会儿，并不是他不想分享，而是因为我们生活在一个无比复杂的世界中，这里充满机会，也充满风险。“托尼，只是这事太复杂了。事情在不断变化，在这样的情况下，只用很短的时间把这个问题给普通的投资人讲明白，对于我来说非常难。”

“是的，达利欧，我理解你的难处。但是你也刚刚告诉过我，个人投资者要是买基金，找一个传统的基金经理是不可能取得成功的。所以请你讲讲，帮我们弄明白，我们能做些什么才能取得成功。我们都知道资产配置是我们投资成功的最重要因素，那么你用的是哪些基本原则让你创造的收益最大化，同时又让风险最小化呢？”

正是在这个时候，瑞·达利欧开始敞开心扉，分享一些惊人的投资秘密和投资高见。他的第一步是粉碎我的传统智慧，向我证明了传统智慧认为的平衡投资组合，其实并不平衡。

所有胜利的秘密都隐藏在隐秘之中。

——马可·奥勒留

## 不平衡

大多数投资顾问（还有广告）会鼓励你去拥有一个“平衡的”投资组合。平衡，听起来像是一件好事，对吧？平衡告诉我们，我们不会承受太多的风险。那我们较大风险的投资，会让我们较保守的投资把风险对冲掉。但是问题来了：市场暴跌的时候，为什么最传统的平衡投资组合竟然会下跌25%~40%，并没有平衡巨大的下跌风险？

传统的平衡投资组合，一般是这样配置的：50%的股票和50%的债券（如果以更加激进一些的话可以是60：40；或者如果你更加激进的话，可以是70：30）。让我们就一直用50：50为例，这样举例更好理解。这意味着如果有个人手上有1万美元，她会把5000美元投在股票上，5000美元投在债券上。同样，如果他有10万美元的话，那就是5万美元投到债券上，5万美元投到股票上。你应该明白了，反正就是一半股票对一半债券。

用这种典型的平衡方式，我们希望做到以下三点：

第一，我们希望股票表现良好。

第二，我们希望债券表现良好。

第三，我们希望下一波市场崩溃来临时，不要股票债券两个同时下跌——股债双杀。

你很容易注意到，希望是这种传统投资之道的基础，但是投资内行，像瑞·达利欧，并不依赖于希望。希望不是策略，不能靠希望来为你的家庭赚取投资收益。

## 买股票投资企业有风险

把你的资金分配成50%的股票对50%的债券（或者其他的总体配置比例），很多人认为他们已经分散投资了，分散开了他们的风险。但是事实的真相是，你真的承受了太多的风险，比你想的多得多。为什么？因为就像瑞·达利欧在我们谈话中多次强调指出的那样，股票风险要比债券风险高3倍（这里说的风险就是波动性）。

“托尼，持有一半股票一半债券的组合，你其实是让这一半股票承担整个组合95%的风险！”下面是两个饼图，代表的50：50的投资组合的资金配置和风险配置。左边这个饼图显示的是资金分别配置到股票和债券上的百分比，右边这张图显示的是同一投资组合股票和债券分别承担的风险比例。

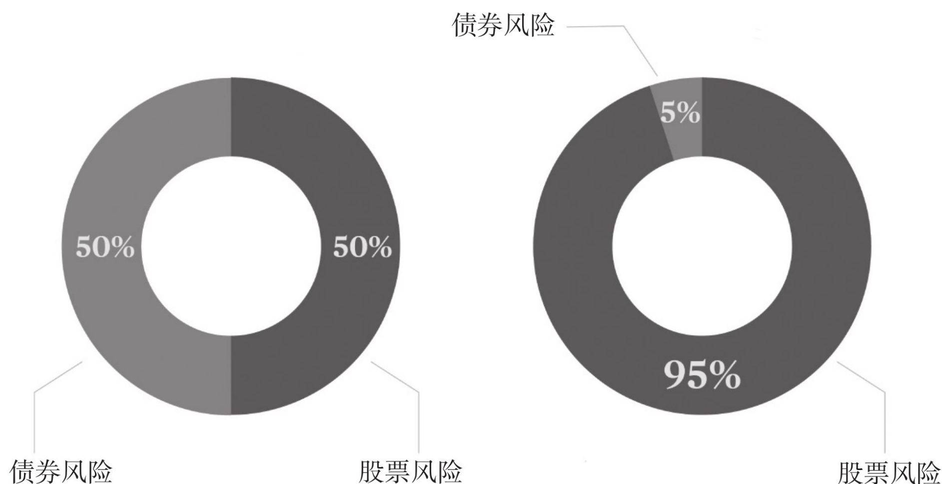



图26–1

所以，你把自己资产的50%配置在股票上，另外50%配置在债券上，第一眼看好像已经相对平衡了。但是正如右边风险配置那张图显示的那样，你其实承担了接近95%甚至更大的风险，因为你持有的股票规模和波动性都很大。这样配置，如果股市下跌的话，整个投资组合也会下跌。这其实只是看起来平衡了风险，其实风险还很大。

这个概念怎么体现在现实生活中？

1973—2013年，共有40个年度，其中标准普尔500指数有9个年度都是下跌的，累计跌幅达134%！同期债券（用伯克利债券指数来代表）只有三年是下跌的，累计亏损只有6%，所以如果你持有一个50%股票对50%债券的投资组合，那么从整体亏损来看，代表股票的标准普尔500指数给你带来的亏损要占到95%。

“托尼，”瑞·达利欧说，“你自己看看大多数投资组合，它们都有一个非常强烈的偏斜趋势，在股市场行情好的时候组合表现得很好，在股市行情糟糕的时候组合表现得非常糟糕。”所以你的实际策略就是希望股市能上涨。用这种传统的投资方式来做分散投资，其实并没有做到真正分散风险。

我从来没有听过有人能把这种平衡和风险的概念解释得这么简单明了。我坐在那里开始思考我自己的投资：我做了哪些错误的假设？

那么我想问问你，听瑞·达利欧这样解释真正的风险和平衡，你肯定能听明白。那么你觉得自己原来认为“平衡的”投资组合还平衡吗？

这是不是改变了你对平衡的看法？这也意味着改变了你对如何才能真正分散投资风险的看法。我真的希望如此！大多数人会努力保护自己，做法是把资金分散投资到某些不同类型的资产上，分别投入相同数量的资金。有人可能会说：“我的钱50%放在有风险的股票上（如果经济发展良好的话，股票可能会有更大的上行潜力），50%的钱放在安全的债券上来保护我。”瑞·达利欧证明给我们看，你的钱分成相同的两部分，但是你的投资风险并没有因此就分成了相同的两半，所以并没有实现平衡！你还是把你大部分的钱置于风险之中，你分配资金的时候必须要根据其风险收益比的高低，而不仅是每个资产类型，投资相同的金额。

你现在知道了一些99%的投资人甚至是大多数专业投资人都不知道，更没有这样做的内容。但是你不必感觉糟糕。瑞·达利欧说，大多数机构，尽管管理规模高达千亿美元，现在也犯着和你相同的错误！

## 跳舞求雨的原始人

瑞·达利欧现在进入了状态，越讲越放得开。他开始系统地剖析很多传统的投资误区，这些年来别人一直在向我教授或者说兜售这些东西！

“托尼，平衡投资组合‘理论’还有一个大问题。这套理论的基础建立在一个巨大的、不幸的、错误的假设上。这就是相关性和因果性之间的差别。”

相关性是一个很“高大上”的投资词语，用来描述几种东西一起移动。在原始文化中，原始人会跳舞向老天爷求雨。有的时候它真的显灵了！我们一跳舞，老天爷马上就下雨！或者他们心里是这样想的。其实他们混淆了因果性和相关性。换句话说，他们觉得是他们跳舞这个原因导致老天下雨这个结果，但是其实这只是时间上的巧合而已。如果这种事情一次又一次地发生，次数多了，他们就会形成一些错误的信念，觉得自己有能力预测他们跳舞和下雨之间的相关性。

投资专家也经常陷入同样的迷信误区。他们说有些投资要么是相关的，要么就是不相关的。相关的就会有关联地一起变动，不相关的就是没有可以预测的关联性。是的，有的时候他们也许是相关的，但是就像跳舞求雨的原始人一样，这经常只是巧合而已。

达利欧和他的团队已经证明，历史数据指出的事实是很多投资完全是随机相关的。原来投资界普遍有个假设，股票和债券是负相关的，经常会向反方向发展。2008年的金融危机一下子摧毁了这种非常明显的假设，那一年几乎所有资产类型都完全一致地向下暴跌。真相是有的时候不同类型的资产，比如股票和债券会反向移动，有的时候它们不是这样的，会向同一方向移动。所以当投资专家试图创造平衡，比如他们希望股票走势与债券走势正好完全相反，并且一定会这样，这完全靠运气。但是这种有错误的逻辑推论，却成了大多数金融投资专家投资操作的基本原则。

瑞·达利欧清楚地揭示出，传统的资产配置模型存在一些明显的漏洞。如果他是一个常春藤商学院的教授，把这些东西写成书出版，他可能因此会获得诺贝尔经济学奖提名！但是战士要在战壕里——要待在丛林里——瑞·达利欧更愿意待在这样的地方。

## 投资四季

我和戴维·斯文森这位耶鲁大学的首席投资官交流的时候，他告诉我：“非传统智慧是唯一一条能让你成功的路。”追随大众，你就根本没有机会成功。人们经常听到同样的建议，想了一遍又一遍，次数多了，就错把这些东西当成了真相，但是正是非传统智慧经常引领我们找到真相，经常引领我们获得一种竞争优势。

这个时候，瑞·达利欧讲出了他的第二个非传统投资智慧：“你回头看看历史，有件事我们绝对可以肯定：每一只投资股都会遇到一种理想的环境。遇到这种环境，这种投资就爆发了。换句话说，每样东西都有自己的好季节。”

比如房地产。21世纪刚开始那几年，美国人简直是见到什么房子就会买什么房子（哪怕是那些根本没有钱的人也会见了房子就买）。他们买房子并不仅是因为利率很低，2009年利率更低，却没有人买房子，他们手上的房子怎么卖也卖不掉。人们在经济繁荣的时候狂买房子是因为房价在快速上涨。房价每个月都在上涨，他们不想错过这样的发大财的机会。百亿富豪、投资大腕儿乔治·索罗斯指出：“美国人2001—2007年这6年里增加的房地产抵押贷款债务总额，比抵押贷款市场创立以来历史累积形成的债务总额还要多。”这是真的，这6年所发放的买房贷款，比此前买房贷款问世以来100多年里发放的所有房贷加在一起还要多。

在迈阿密还有南佛罗里达州的很多地区，你只要付一笔买房的定金，后来因为房价暴涨，还没等到房子建造好，你就可以把没有建好的房子卖掉，获得相当大的利润。人们原来抵押贷款买的房子的市场价格涨了，贷款越还越少，房子的市场价值扣掉贷款价值形成的房产净值越来越大，人们会拿这种房产净值怎么办？他们会二次抵押，贷款去消费、买车、给孩子交学费，其实就把房子当作自动取款机，不断从中变现，然后把钱花掉。由此出现一波巨大的消费增长，由此刺激提升公司的盈利能力，从而进一步推动整个美国经济的增长。索罗斯引用了一些令人吃惊的数字：“美国国会经济顾问委员会的前任主席马丁·菲尔德斯坦估计，1997—2006年消费者把自己的房子做二次抵押贷款，从他们的房屋净值里面变现资金总额超过9万亿美元。”为了让你看明白这一点，我们来用数字说话：只用了6年时间（2001—2007年）美国人房屋抵押贷款增加约5.5万亿美元，超过此前抵押贷款市场100多年整个历史上发生的抵押贷款总额，简单来说，美国房产抵押贷款实现了飞跃，6年超过此前的100年。当然，这种全国性的举动并不是可持续的发展方式。后来房价像块石头一样坠落，消费和经济也随之快速坠落。

总之，哪个季节或者哪种环境会强有力地推动房屋价格上涨？答案是通货膨胀。但是在2009年我们遇到了通货紧缩，结果房价大跌。很多人不再还抵押贷款，把房子扔给银行，因为房价落到水面以下了——现在房子的价格还不够还他们欠银行的贷款。正是通货紧缩让这类房产投资的价格大跌。

股票怎么样？股票在通货膨胀期间也表现良好。通货膨胀来了就会推动物价上涨，更高的物价意味着生产商品和服务的上市公司有机会赚到更多的利润。而公司更高的利润意味着股价上涨。长期以来，事实都证明确实是

这样一环套一环的，通货膨胀推动股市一波接一波地上涨。

债券则完全不同，它更喜欢通货紧缩，例如美国国债。如果我们碰到通货紧缩的季节，经常伴随利率下降，债券价格就会上涨。

达利欧揭示了所有这些资产类型最简单也是最重要的区别。只有四种情况能够推动资产的价格变化。

1.通货膨胀

2.通货紧缩

3.提高经济增长率

4.降低经济增长率

| | 增长 | 通货膨胀 |
|---|---|---|
| 上升 ⬆ | 经济增长高于预期 | 通货膨胀高于预期 |
| 下降 ⬇ | 经济增长低于预期 | 通货膨胀低于预期 |

图26–2

瑞·达利欧的观点归结为4种经济季节，代表可能出现的4种不同的经济环境，它们最终会影响投资（资产价格）上涨或者下跌。“不过有一点不像大自然的四季，这里并没有一个预先设定好的顺序，让你一看就知道接下来哪个季节会到来。”

1.通货膨胀高于预期（价格上涨）

2.通货膨胀（或者通货紧缩）低于预期

3.经济增长率高于预期

4.经济增长率低于预期

你看一看股票或者债券的价格，现在的价格已经包含我们（即市场）对未来的“预期”。达利欧对我说：“托尼，这里有一个关于未来的大致看法，你可以从现在的价格中看到。”换句话说，今天，苹果公司股票的价格已经包含了投资者的预期，他们相信公司会继续按照某个速度增长，因此，你会看到，如果一家公司未来（盈利）增长低于公司原来的预期，就会导致股价大跌，跌幅会大大超过公司预期盈利的跌幅。

“‘意外’最终决定了哪个资产类型会表现良好。如果我们有一个相当好的高增长，这种意外对于股票来说就是惊喜。这对于股票来说简直太好了，但是这对债券就不是那么好了。对于债券来说，如果我们有一个通货膨胀率下降的意外，那就是好事，就是惊喜。”

达利欧说，如果只有这样4种潜在的经济季节或者说是4种经济环境，那么你应该把你的风险分成4个等份，分别配置到4个季节各自最有利的不同类型的资产上。他解释道：“我知道，对于所有资产类型来说，有利的经济环境，也有不利的经济环境，有好的季节，也有坏的季节。我知道，在一个人的一生里，会出现一种破坏性的经济环境，也就是非常糟糕的季节，对这些资产类型的其中一类会非常不利。历史确实如此。”

这也正是为什么他要称这种策略为全天候投资策略，因为金融世界里和自然界一样，也有4个季节，但没有人确实知道接下来会是什么季节。运用这种投资方法，每一个季节你的资产都能得到保护，所以你是全天候受到保护的。瑞·达利欧详细地解释道：“我想出来4种投资组合，每一个都有相同数量的风险。这意味着，我并不会在任何一种经济环境下有过高的风险暴露。”这听起来是不是很酷？我们并没有试图预测未来，因为没有人知道未来会是什么样子。我们确实只能知道一点，我们未来可能要面对的只有4种季节。使用这种全天候投资策略，我们能够知道我们遇到每个季节都会受到保护——不仅仅是希望——我们的投资的确受到保护，不管遇到的是什么季节，都会表现得很好。

桥水基金公司的联合首席投资官鲍勃·普林斯这样描述全天候投资策略的独一无二之处：“现在我们能构建一个投资组合，再过十年，在2022年，它也会表现良好，尽管我们根本不可能知道2022年这个世界会是什么样子。”

老实说，我坐在那里，一听这话，吃惊得嘴巴都张大了，都合不拢了，因为从来没有人给我描述过如此简单又如此优雅的解决方案。这听起来非常正确，把你的投资按照风险均分成4块儿，这样能在所有四种投资季节里都表现得很好，但是你如何实施这个计划，真正做到这一点，这才是关

键。

“现在我们知道只可能有4种季节，但是在每一种不同的经济季节即经济环境之下，哪种投资会表现良好？”瑞·达利欧回答这个问题的方式是，把相应表现的资产类型分别归类到每一个季节。看看下面这张图，你很容易把这4个季节及其对应的资产类型区别开来。

| | 经济增长 | 通货膨胀 |
|---|---|---|
| 上升 ⬆ | 股票<br>公司债券<br>商品 / 黄金 | 商品 / 黄金<br>通货膨胀保值国债 |
| 下降 ⬇ | 美国国债<br>通货膨胀保值国债 | 美国国债<br>股票 |

图26–3

## 两个跌，一个涨

从表面来看，资产配置有时让你感觉很复杂，即使是你明白瑞·达利欧列出来的基本原则。但是有一点我确定无疑：复杂是执行的敌人。如果我确实想要你和我一起走过这个投资之旅，最终得到回报，我就必须找到一个办法，把瑞·达利欧这个投资建议变得更加简单易行。

于是我跟瑞·达利欧说：“你刚才跟我们分享的这些投资建议，都非常宝贵，让我们对资产配置有了完全不同的认识。现在我们都知道了，对于所有成功的投资来说，资产配置是最重要的单一决定因素。但是普通投资者，甚至是有经验的资深投资者，面临的最大困难是，如何从理论到实践，如何把您说的这些变成一个实实在在的投资组合，每个资产类型都有具体明确的配置比例，这样配置是最有效的。对于我们99%的人来说，要想出这样完美的组合，实在是太复杂了，根本做不到。所以如果你能够告诉我们大家，每个类型的资产应该配置的比例具体应该是多大，就能够让他们的风险在4种季节之间平均分配，你这样就等于给了我们一个具体明确的资产配置方案，就等于送给我们大家一个天大的礼物。”

瑞·达利欧两眼看着我，我能看到他的眼珠转来转去。很明显，我说的这件

事让他相当为难。“托尼，这事并不是你想的那么简单。”瑞·达利欧解释说，他管理的全天候投资策略对冲基金，用的是需要高超技巧才能掌握的复杂投资工具，他们还经常运用杠杆借钱融资来让收益最大化。

我知道瑞·达利欧是个什么样的人，他跟我一样也是从底层奋斗上来的，于是我请他设计一个更加简单的版本：“你能不能给我设计一个简化版，每个资产类型有具体明确的资产配置比例，这样每个普通人都能照着去配置，不用融资，不用任何杠杆，以最低的风险得到最高的回报？我知道，这并不是你那种绝对完美的资产配置方案，因为我把你逼到这个份上，让你就在这里，现在马上给我们大家构建一个资产配置。但是，达利欧即使你大致估计一下，肯定也比大多数人精心计划的要好得多。你能给我们一个简化版的全天候投资策略，让读者一看就懂，自己就能动手操作，或者只要找一个受托人财务顾问帮助一下就行，怎么样？”

最近十年，瑞·达利欧极少接受新的投资者加入他的对冲基金，而且上次他这样做的时候，要求客户必须是机构客户，持有50亿美元的可用资金，初始投资额至少要有1亿美元，这样才有机会得到瑞·达利欧的建议。知道这些情况，你才会明白，我这个问题问得有多大。但是我知道他多么在乎一般的小投资人。他肯定没有忘记他也是出身卑微，从纽约皇后区一路自我奋斗，才打拼出来的。

“达利欧，我知道，你有很大的善心，想要帮助力量微薄的小投资人，所以请你告诉我们大家一个具体的资产配置方案，这就是我们将来投资成功的秘诀。我知道你一分钱也不会收，尽管你这个投资建议现在价值50亿美元。没有50亿美元，就做不成你的基金投资人，就得不到你的投资建议。我们两个人都是穷人出身，就当帮助一下你的兄弟姐妹吧，帮助他们从投资失败中解脱出来。”我说了一通好话，还给他一个大大的微笑。

接下来，奇迹般的事情发生了。

我看着瑞·达利欧的双眼，一个微笑出现在他的脸上。“好吧，托尼。这样，我来给你一个投资组合样板，尽管不是那么精妙，也不那么完美，但是一般人都能照着去做。”然后瑞·达利欧开始慢慢地揭开这个资产配置方案的神秘面纱。他的经验表明，这个资产配置方案会给你和我带来更大的机会，只要我们活着，在任何市场环境下，都能获得最高水平的收益率，而且只冒最低水平的风险。

## 请大家鼓掌欢迎

你即将看到一套具体明确的资产配置方案，而设计这个资产配置方案的人，很多人称他是地球上最优秀的资产配置大师。这个男人，出身卑微，

一无所有，全靠自己努力奋斗，现在个人财富超过140亿美元，每年管理的资产规模超过1600亿美元，给投资人创造的年化收益率超过21%（扣费前）。他在这里要告诉我们大家的，不仅是要投资什么类型的资产，而且还有每个资产类型具体配置的比例，好让你赢得这场投资长跑竞赛。事实上，如果你在网上查一下，很多人都想根据瑞·达利欧以前的访谈，设计出这样一个复制版本。事实上，有一个全新类型的投资产品，现在被称为“风险等分”，就是根据达利欧的创意设计出来的。很多基金经理和策略分析师说他们受到了瑞·达利欧投资策略的启发，但是从来没有人收到过瑞·达利欧本人如此详细的资产配置方案，而瑞·达利欧在这里免费提供给你。很多号称复制达利欧投资策略的基金，在2008年最高也下跌了30%，它们也许不应该叫全天候投资策略，而应该叫“有些天候投资策略”，如果你问我的看法，我是这样想的：一个仿造的劳力士绝对比不上一个真劳力士。（简单说明一下：下面所说的策略和瑞·达利欧管理的全天候投资策略对冲基金，在策略上并不完全一模一样。正如他所说的，他管理的对冲基金用的是更加复杂的投资工具，还用杠杆来融资扩大投资规模以扩大投资收益，但是核心原则是完全一样的，具体资产配置比例完全由达利欧本人设计，绝对不是其他人，所以让我们称这个投资组合为全季节投资组合。）

## 快告诉我资产配置比例的数字

“太好了，达利欧，请告诉我，你会把总资产的多大比例配置在股票上，多大比例配置在债券上？还有黄金的资产配置比例是多大？”瑞·达利欧大大方方地给出了下面的资产配置方案：

第一，我们需要把30%的资产配置在股票上。（在这个篮子里，要进一步分散投资，你可以买股票指数基金，比如标准普尔500指数基金，或者其他指数基金。）一开始听到这样的股票配置比例，我觉得太低了。但是请你记住，股票的风险（即波动性）程度要比债券高3倍。

第二，你需要配置一些长期国债。15%配置到中期国债（期限是7～10年），40%配置到长期国债（期限是20～25年）。

“为什么要在国债上配置这么大的比例？”我问他。

“这是用更多的债券才能抵消股票的波动性。”我很快想起来，瑞·达利欧讲过，要配置平衡的风险（即波动性），而不是平衡投资金额。在债券里，长期、中期、短期三种国债，配置更多的是长期国债（用专业术语说就是久期更长），这样的资产配置就有潜力获得更高的收益率。

第三，最后再配置7.5%的黄金和7.5%的大宗商品，这样瑞·达利欧就完成

了整个投资组合的配置。“你必须在这个组合里配置一块资产，能在加速通货膨胀的时候表现得很好，所以你要配置一部分资产到黄金和大宗商品上。黄金和大宗商品的价格波动性很大。因为会出现这样的经济情况，快速通货膨胀形成股债双杀，股票和债券同时受到严重打击。”

最后，组合必须再平衡。意思是说，当某一块资产表现很好时，你必须卖掉一些，把它占总资产的比例调回到最初的配置比例。再平衡，至少要每年做一次。如果正确操作的话，实际上可以提高税收效率，因为你卖掉一些必定会亏损的股票，可以用这部分亏损来抵税。正是部分出于这个原因，我推荐你去聘请一位受托人投资理财顾问，来帮你操作和打理再平衡这个至关重要的投资环节，而且这还是一个每年都至少要做上一次的持续过程。

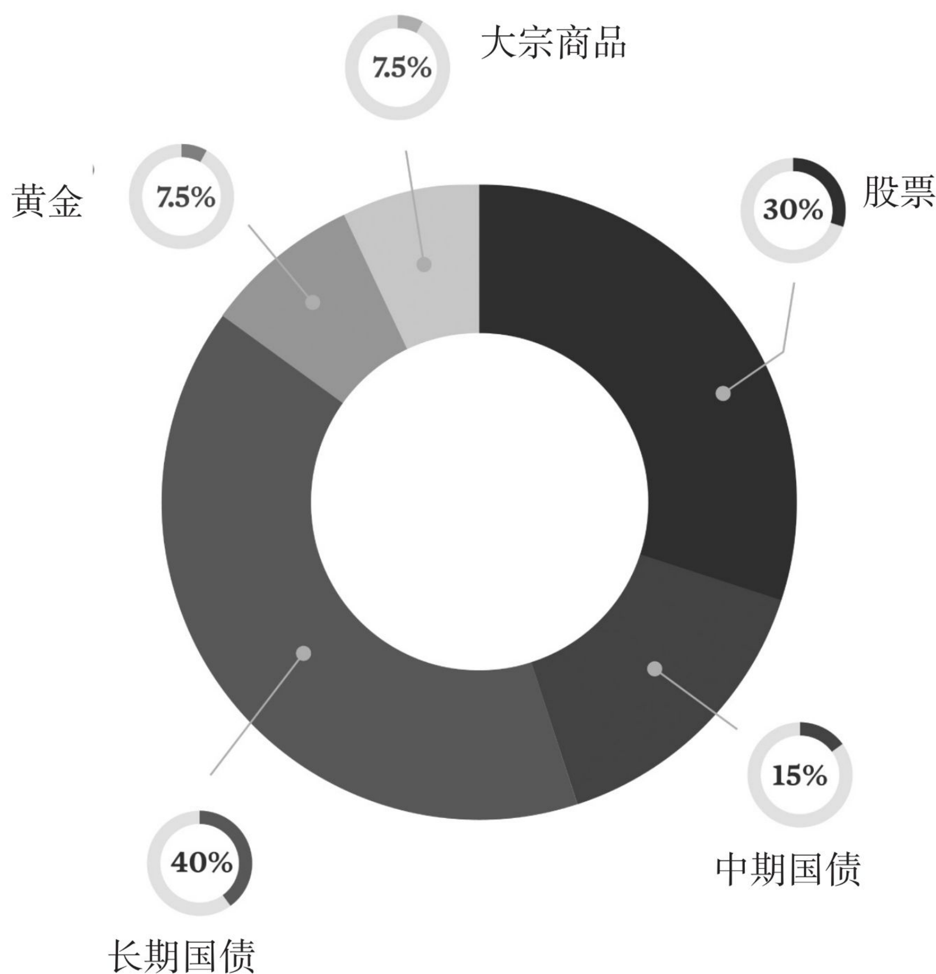



图26–4

## 非常感谢

多少人梦寐以求瑞·达利欧的全天候投资策略对应的明细资产配置方案，现在可是白纸黑字，写得清清楚楚，第一次公开，而且是免费送给各位。瑞·达利欧的投资能力绝对是大师中的大师，而他对待资金少、能力少、经验也少的小投资者却是大度、更大度的，他如此慷慨地提供了一个资产配置方案明细，相当于公布了一个投资秘方，这会改变整个投资界的游戏规则，必将造福数以百万计的中小投资人的人生。你意识到了吧，在那个奇妙的日子里，这个男人提供给我们这样一个资产配置方案，这个行为是多

么的慷慨！发自内心地给予，正是瑞·达利欧的价值核心所在。正是出于这个原因，后来我知道瑞·达利欧和他的太太芭芭拉签署了给予誓言，就是比尔·盖茨和巴菲特发起的捐赠承诺——全世界最富有的个人承诺，向慈善事业捐出大部分的个人财富。

## 请注意

我自己的投资团队对这个全天候投资组合做了历史回测，就是用过去多年的历史数据，相当于重新回到过去，用这个全季节投资组合来做投资，测试其历史业绩表现。我的投资团队把测试结果的数据发给我，我非常震惊。我永远不会忘记那一天。当时我和我太太正在外面共进晚餐，突然收到了我的个人投资理财顾问阿杰伊·古普塔发来的短信：“你能看看邮箱吗？瑞·达利欧分享给你的投资组合，我们做了历史回测，业绩表现数据就在这个邮件里。难以置信！”阿杰伊·古普塔是我多年的投资顾问，办事非常老到，通常晚上不会给我发短信，所以我知道，这肯定不是一般的事情，他才会迫不及待地想马上让我知道。晚餐一结束，我马上抓起我的手机，打开了那封最新邮件……

# 第27章 发大财的时候到了：抗台风的收益和无可匹敌的业绩

如果你什么错误也没犯，却还是输了……你应该要换一种比赛。

——尤达大师，《星球大战》

## 吃了才知道

我可以很有把握地说，在过去80多年里，我们经历了每种可能的经济季节，还有一些意外，从经济大萧条到大衰退，还有二者之间的那些经济不景气。如果当初就有全天候投资策略，那么在80多年里它表现得如何？我前面说过，我把瑞·达利欧本人亲自给出的全天候投资组合，交给了一个分析师团队，对其进行了广泛的测试，一直回测到1925年！结果震惊了每个人。

我在前面的章节里讲过，过去40多年里全天候投资策略的业绩表现是多么出色。不过，现在我们进一步深入挖掘，我们来看看，在我称之为“现代时期”，即1984—2013年，全天候投资组合的表现如何。结果表明，它跟岩石一样稳健：[1]

●平均年化收益率只是略低于10%，精确的说是9.72%（扣费后）。（有一点很重要，这是实际年化业绩，并不是夸大的平均业绩。）

●让你这30年里赚钱的年份超过86%，只有4年是下跌即亏钱的，而且平均亏损只有1.9%，其中有一年损失只有0.03%（实质上应该说是盈亏平衡），所以实际上，这30年你只有三年是亏钱的。

●你表现最差的那一年是2008年，下跌3.93%（那一年的标准普尔500指数下跌了37%）。

●书呆子投资者，请注意！标准差只有7.63%。（这意味着低风险和低波动性。）

为什么我们选择从1984年开始的30年？这个时间段标志着401（k）计划的开始，从此每个美国人都成了投资者，股票市场不再只是那些有经验的股市老鸟。年轻人你知道吗，30年前还没有互联网呢！第一部“便携式的”手持电话，即第一部手机，也出现在1984年，摩托罗拉的大哥大手机像块砖头一样大，不仅重，而且贵，接近4000美元。你跟电话公司签约每

个月就要交付50美元，打1分钟要花0.5美元。但是你最多只能通话30分钟，因为电池要耗尽了。我这么说就暴露了我这个大叔的年纪了，但我还是非常骄傲，我可是美国第一批用上大哥大的人。

我们不要只说好的方面。我们来看看这个组合的抗压性如何，一定要选在最糟糕的时候——经济冬天。现在金融行业称这种分析为压力测试。

1939—2013年，我称之为历史时期，你看看这些统计数据，会感到太震惊了。（请注意，为了能回测的时间更久，我们会用不同的指数来代表资产配置，我们也不想更换指数，但没办法，因为有些指数在1983年之前并不存在。请看本章末尾所附的测试方法的完整解释。）

表27–1 标准普尔指数对比全天候投资组合（1939—2013年）

| 标准普尔指数 | 全天候投资组合 |
| --- | --- |
| 75 年里标准普尔指数亏损年度 18 个① | 同期全天候投资组合亏损年度 10 个②（平均略多于 10 年一次） |
| 最大年度亏损 43.3% | 最大年度亏损 3.93% |
| 平均年度亏损 11.40% | 平均年度亏损 1.63% |

注：①包括红利再投资

②这10个亏损年度中有两年亏损的概率仅为0.03%（基本上是收支平衡年，因此从实际操作的角度来看，75年里实际上只有8年是亏损的）

我们干脆回顾得更久远一些，一直回顾到1927年，这样可以把美国经济历史上发生最大经济萧条的那最糟糕的十年也包括进来。

表27–2 标准普尔指数对比全天候投资组合（1928—2013年）

| 标准普尔指数 | 全天候投资组合 |
| --- | --- |
| 87 年里标准普尔指数亏损年度 24 个（占比约 27%）[①] | 同期全天候投资组合亏损年度只有 14 个（这意味着其余 73 年都是赚钱的） |
| 20 世纪 30 年代“大萧条”最严重的时候，1929—1932 年标准普尔指数连续 4 年下跌，累计跌幅 64.4% | 同期全天候投资组合累计亏损 20.55%（优于标准普尔指数 59%） |
| 平均年度亏损 13.66% | 平均年度亏损 3.65% |

注：①包括红利再投资

如果大家说一幢房子是能够抗台风的，要确认这一点的唯一方式就是要经受时间的考验和最强烈台风的考验。下面这张表显示了从1935年以来美国股市的7次暴跌。

表27–3 自1935年以来最严重的7次暴跌

| 年份 | 标注普尔指数[①]（%） | 全天候投资组合（%） |
| --- | --- | --- |
| 1937 | –35.03 | –9.00 |
| 1941 | –11.59 | –1.69 |
| 1973 | –14.69 | 3.67 |
| 1974 | –26.47 | –1.16 |
| 2001 | –11.89 | –1.91 |
| 2002 | –22.10 | 7.87 |
| 2008 | –37 | –3.93 |

资料来源：基金投资组合管理工具Jemstep

注：①包括红利再投资

你一看就会发现，全天候投资策略在这7个冬天里，有两个冬天是上涨的，而且全天候投资策略在另外5个冬天里尽管下跌，但下跌幅度相对要小于美国股市的整体跌幅。我得谈谈这个组合如何对抗股市大势。冬天里，在每个人都冻得发抖、损失严重、内心非常痛苦的时候，这个全天候投资组合让你的损失相对小多了，让你冬天能去滑雪或者玩滑雪板，玩累了还可以享受一杯热巧克力！

再看看最近几年全天候投资组合和市场的业绩表现对比，你会发现领先优势更大了。从2000年1月1日到2014年3月31日，全天候投资组合的涨幅完全超越市场（标准普尔500指数）。在这个时间段里，我们经受了各种各样的瑞·达利欧所说的“重大意外事件”：科技股大崩盘、信贷危机、欧洲债务危机、过去十年多来黄金最大年度跌幅（2013年暴跌28%）。这个时间段，包括专家所说的股市“失落的十年”，即2000—2009年这十年，标准普尔500指数是平的。你好好看看下面这张图，瑞·达利欧设计的全天候投资组合业绩领先市场的优势有多么巨大：

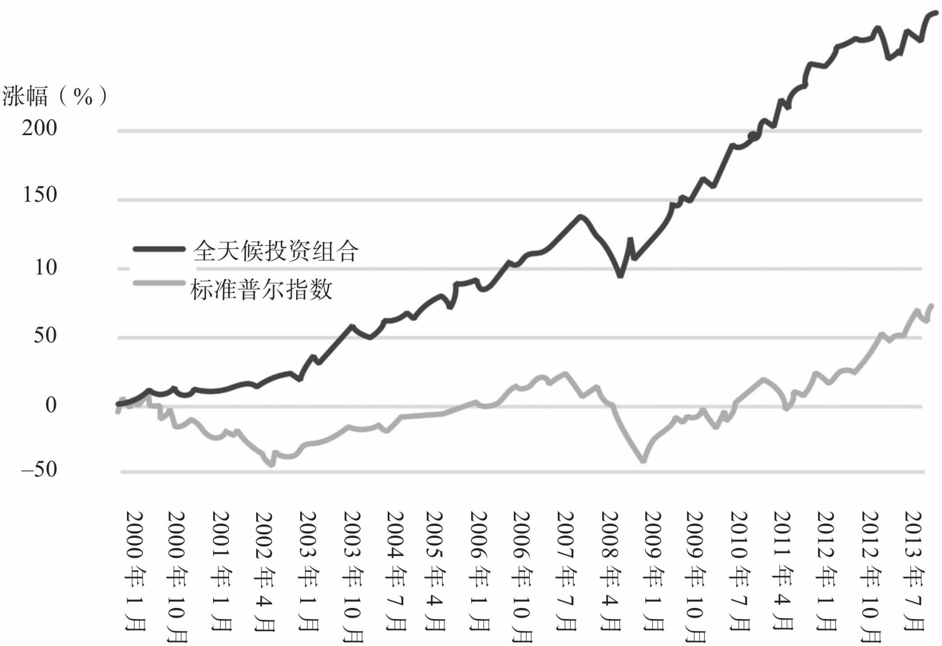



图27–1

## 烧个精光

我们生活在这样一个时代，那些媒体流着口水想要爆料，最想做的轰动新

闻就是“让英雄变成狗熊”，把大家都认为是某个阶层里最优秀的代表人物丑化。这既让人看了觉得非常过瘾，又让人心里感到非常悲伤。这些文化人啊，当初就是他们把这些英雄人物捧到高高的完美的偶像塔顶上，可抬得更高只是为了后来摔得更狠。不管是运动员、公司高管，还是基金经理，只要他们盔甲上有一个小小的裂缝，媒体就会大做文章。古罗马人是把有罪的人拉到广场上，朝他们身上掷石头，只不过现在广场换成了媒体和网络，围观的人纷纷吐口水、扔砖头。

我发现一件事让我很吃惊：尽管30年的长期业绩很辉煌，达利欧的全天候投资策略却受到了密集的批评，只是因为2013下跌4%左右。4%的跌幅的确很大，但是并不像37%那么大，就在几年之前，标准普尔500指数就跌了这么多。别忘了，根据历史数据，全天候投资策略也会下跌，但是目标是最小化那些巨幅下跌。我们实话实说，你按照这种全天候投资组合来做投资，可能第一年就会亏损。全天候投资组合的根本目的是稳中求进，而不是用来追求星光璀璨的超高业绩。这是个长期投资策略，追求的是好几十年都尽可能平平稳稳地前进。只看一年的业绩表现来评价这个长期策略，那就大错特错了，你要用好多年的长期业绩整体表现来评价它才公平合理。我写本书的时候是2014年中期，媒体又开始吹捧瑞·达利欧了，因为他全天候投资策略对冲基金在2014年到6月就上涨了11%。

想想，这些媒体把所有的注意力都只放在一年4%的亏损上，却提也不提最近5年的业绩表现，2009—2013年全天候投资策略平均每年收益率超过11%，甚至包括唯一下跌的这个年度，5年业绩还是这么好！但是只是股市上涨的时候，瑞·达利欧的基金反而小幅下跌，结果让他受到了媒体很大的关注，这表明他过去的业绩表现总是高得不可思议、出人意料，现在却跑输市场，这变成了预料之外的事。对于财经媒体来说，评价投资策略只看最近的业绩表现，这就像是评价一个棒球球员有多好，只看他最近一次上场击球表现得有多好。这简直太可笑了。他们竟然根本不顾明摆在那里的事实，瑞·达利欧的对冲基金客户享受到了不可思议的高回报率，一年又一年，一个十年又一个十年，正如《纽约客》杂志2011年一篇报道桥水基金的文章《掌握赚钱机器》所说的那样：

2007年，瑞·达利欧预测到了房地产市场和借贷市场的大繁荣会结束，结局很惨。2007年后期，他警告布什政府，全世界最大的银行很多都处在破产的边沿。2008年，对于很多桥水基金的竞争对手来说，是大灾之年，桥水基金公司的旗舰纯阿尔法基金净值上涨9.5%，而且是扣费后的业绩。2010年，纯阿尔法基金上涨45%，创下了大型对冲基金的最高业绩。

关键是有一大堆所谓的专家权威，天天坐在那里，什么也不干，只会说不会做，不管你用什么策略，他们都会把你批评得一无是处。对于这种人，我最喜欢用戴维·巴贝尔博士说的那句话：“让他们批评去吧，我们去睡

觉。”

## 好问题

谈到全天候投资策略，博客上提得次数最多的问题是：利率上升会发生什么样的情况？政府债券会不会下跌，导致整个组合发生亏损。因为这个组合配置在债券上的资产比例很大呢？

这个问题提得很好，值得讨论，但是也不过是一个人坐在场外指手画脚罢了。第一，你要记住，把一部分资产配置在债券上，并不是只赌债券。这个投资组合把你的风险分散在四种可能遇到的不同经济季节上。

瑞·达利欧向我们展示了，关键不是做好计划应对某一个具体的季节，或者假装知道下一个到来的会是什么季节。记住，意外肯定会发生，会让大多数人猝不及防。

事实上，很多人一直努力地在劝诱大家信奉他，预测下一个季节会是什么，他们呼吁利率要快速上涨。毕竟金融危机之后，我们现在的利率水平是有史以来最低的，但是麦克·欧希金斯在她的著作《战胜道琼斯指数》里写道，人们也许要等待相当长的时间，才能盼到利率大幅上涨，因为美联储历史上曾经就这么做过，长期压制利率在很低的水平，以保持借贷成本处于低位：“对于绝大多数投资者来说，他们相信，接下来的一年（2014），利率不可避免地会走高，记住，美联储曾经长期把利率水平压制在3%以下，连续22年，从1934年一直压制到1956年。”

2008年以来，美联储一直保持低利率，所以谁也不知道低利率还会保持多久。没有人能告诉你一个确定的答案。2014年早期，每个人都预期利率会上升，结果利率再次下降，引发美国债券价格大涨。（记住，利率下降，债券价格会上升。）

全天候投资策略在利率上升的市场会表现如何呢？

有一个回顾性的练习：回看历史，在一个利率像热气球一样快速上升的经济季节里，全天候投资组合会发生什么样的情况？上一次利率下跌好几十年之后，1970—1979年出现了快速通货膨胀。尽管利率像火箭一样飙升，全天候投资组合在1970—1979这十年间只有1年是亏损的，这十年取得的年化收益率是9.68%。其中包括1973年和1974年两个年度背靠背下跌，标准普尔指数先是下跌14.31%，然后又下跌25.90%，累计下跌40.21%。

所以就让电视上看起来脑袋很大好像智慧也很大的那些专家权威去高谈阔

论吧。他们想说服我们相信他们知道下一个到来的会是什么季节。但是我们一定要扎实地准备好应对所有四种季节，还有前面肯定会碰到的各种各样的重大意外事件。

## 让我们面对现实吧

全天候投资组合最后一个也是至关重要的优势是，它有很多人性化的成分。很多批评家会指出，如果你有勇气承担更多的风险，你就能够战胜这种全天候投资策略。他们说的也许是对的，但是全天候投资组合的关键是减少波动性，即风险性，同时继续把收益最大化。

如果你还年轻，投资期限还很长，或者尽管你年纪不小了，但是你愿意承担更多的风险，在这两种情况下，你当然可以充分利用全天候投资策略的整体资产配置方案，但是你可以做一个小小的调整，股票增加一些，债券减少一些，以产生更高的收益率。但是，牢记在心，这样改变配置会增加风险，即波动性，其实你这样做是更多地下注在一种季节上（在这个季节里你希望股票会上涨）。过去，你要是这样多配股票、少配债券，效果会非常好。你访问一下堡垒投资理财公司的网站，就会看到，长期来看，配置更多的股票，会让投资组合产生的收益率更高，但是同时在某些年份也发生更大的下跌。但是，正是这个地方很有意思，简直不可思议。和标准的60：40平衡投资组合（60%的资产购买标准普尔500指数和40%的资产购买伯克利债券指数）相比，全天候投资策略提高股票配置比例之后，仍能轻松跑赢。你使用传统的60：40投资组合，就不得不接受高出80%的风险（标准差），不过业绩仍然稍逊于提高股票资产配置比例之后的全天候投资组合。

但是我们对自己一定要诚实，我们的承受力要比我们装给别人看的要弱得多。研究机构刀疤（Dalbar）揭示出我们对风险的真实消化能力究竟有多大。从1993年12月21日到2013年12月31日这20年，标准普尔500指数年化收益率为9.2%，但是公募基金投资者的平均年化收益率只是2.5%多一点儿而已，勉强能战胜通货膨胀。[2]要是事先知道是这样，你还不如去投资3个月期限的美国短期国债，接近于现金等价物，收益率反而更高，还能避免股市下跌让你晚上翻来覆去地睡不着觉。

## 为什么普通投资者真正赚到手的钱这么少？

Dalbar总裁路易斯·哈维说：“投资者把他们的钱在市场上进进出出，时机却不对。他们要么过度兴奋，要么过度害怕，他们是自己害了自己。”

还有一个更令人感到震惊的案例，那是全球最大公募基金公司之一富达基

金做的一项研究。富达投资集团研究了自己的旗舰产品麦哲伦基金的业绩表现。起初管理麦哲伦基金的基金经理是彼得·林奇[3]，他可是投资界的传奇巨星，1977—1990年的年化收益率为29%，高得太惊人了。但是富达基金公司发现，那些买过麦哲伦基金的投资人，平均而言，实际上都是亏钱的！这怎么可能呢？富达投资集团的研究表明，当基金净值下跌的时候，投资者就会赎回基金兑现走人，因为他们害怕继续下跌会亏得更多。当基金净值上涨的时候，他们就会纷纷跑回来了，高位买入，而且越涨越买，像个非常大方的投资者。

事实真相是这样的：很多投资者根本承受不了再来一个2008年那样的股市暴跌，没有人做到不卖出手上的股票或基金。这就是人性。所以，当人们谈论更好的业绩时，对于大多数人来说，他们谈的是一个虚构的投资者——这个人有钢铁般的神经，还有一大抽屉抗胃酸药。有个很合适的例子，我最近在市场观察网站上浏览时偶然看到一篇赫伯特写的文章。马克追踪了投资者订阅那些时事通讯的业绩表现，这些通讯告诉投资者精确的买入和卖出的时间点，以精准把握市场时机。表现最好的时事通讯，过去20年的年化收益率高达16.3%。这是相当杰出的业绩表现，至少可以这么说。但是有业绩表现特别好的年份，也就有业绩表现特别差的年份。正如马克·赫伯特所解释的那样："那种很高的业绩表现会让你反胃，2000—2003年这三个市场循环里，它的业绩表现属于同类表现中最差的。例如，2007—2009年这波大熊市里，它提供的模板投资组合下跌接近2/3。"2/3？那就是66%！你能想象吗，你投资10万美元，现在只剩下3.3万美元？要是你投资了100万美元，现在就只剩下33万美元，你心里能够承受得住这么大的亏损，继续坚定持有下去吗？

马克·赫伯特问这份时事通讯的出版人，投资者是不是真的会继续坚定地持有你推荐的投资组合，即使是在这样业绩过山车般大起大落的时候，他只是轻描淡写地在邮件里回答说，第一次从广泛分散投资组合中跳出来的投资，并不适合用他的这种投资策略，如果用他的这种策略，会有一些担心。"

我会觉得66%的下跌可不只是让人有"一些担心"而已，他的说法听起来好像是，我们这些肉身凡人容易过度反应，就好像我一看到汽车仪表盘上检查引擎的警示灯亮起，就会从一辆正在奔驰的汽车上跳出来一样。记住，66%的亏损之后，要求你必须再获得接近200%的收益率，才能赎回你的本金，实现盈亏平衡——只是为了弥补你亏掉的那些养老金，可能就需要花费你一辈子攒的钱！

表27–4 如果亏损，你以后回本需要赚的钱

| 如果你亏损 | 回本需要赚的钱 |
| --- | --- |
| 5% | 5% |
| 10% | 11% |
| 15% | 18% |
| 20% | 25% |
| 25% | 33% |
| 30% | 43% |
| 35% | 54% |
| 40% | 67% |
| 45% | 82% |
| 50% | 100% |
| 75% | 300% |
| 90% | 900% |

无一例外，我为写作本书采访的理财大师都执迷于不要亏本。他们明白，只要亏本了，以后你必定要赚得更多才能回本——重新回到盈亏平衡，折腾来折腾去，一分钱也没有赚到。

真相是，如果我们对自己诚实的话，我们都会对自己的投资做出情绪化的决策。我们都是有情绪的动物，没有情绪那就不是人类了，甚至是这个世界上最优秀的交易者也在跟内心的恐惧做斗争。这种全天候投资组合能够保护你避免任何潜在经济环境的伤害，也会避免给自己造成伤害！全天候投资组合提供了“情绪上的支架”，让你避免做出糟糕的决策。如果在过去75年里，即使在股市跌得最糟糕的年份里，你也只不过是亏了3.93%，你怎么会吓得人都崩溃了，一下子全部抛出呢？2008年，整个世界就像发生了火灾，一切都烧了个精光，但是你的全天候投资组合只下跌了3.93%，而其他人的投资组合很多跌了一半，甚至更多，人好像要崩溃了。相比之下，你会觉得你的内心是多么的平和宁静啊。

你已经有这样让你安度惊涛骇浪却如履平地的投资组合了！全天候投资组合，带有详细配料的比例，它来自投资界的大神级“大厨”瑞·达利欧。要做他的基金客户，得到他的投资建议，你至少要有50亿美元资产。现在你不用等到自己有50亿美元的财富，就可以得到他的投资组合建议，你付出的代价只是购买本书的钱。他自己管理对冲基金，实际使用的就是全天候投资组合，为了便于个人投资者使用，他做了一些简化，去掉了融资杠杆，也采取了更加被动的投资方式，即利用指数基金去做投资。（被动投资就是努力跟随市场，而不是努力战胜市场，成为最好的选股者或者最好的预测者，努力准确地预测接下来会是什么样的投资季节。）你完全可以自己动手，按照瑞·达利欧推荐的这个全天候投资组合去做配置，但是如果你想这样做的话，我要提醒你注意以下几点：

●你选择的低成本指数基金，或者交易所交易基金会改变业绩。至关重要的是，要给每个资产类型，找到最有效和成本效率最高的代表性指数基金产品，来配置每个百分比的资产。

●组合需要持续监控，每年进行再平衡。

●组合有时税收率不高，就是说同样的收益，交的税太多。重要的是运用你的退休金账户或者其他有税收效率的投资结构，来适当地最大化税收效率。你可以用低成本可变年金，就像美国教师退休基金会或者先锋公司提供的可变年金产品。（不管怎么样，只有这两个产品似乎是让那些投资专家一致赞同物有所值的产品。）

## 全天候＋终身收入

堡垒理财网的团队，最近将全天候投资组合作为他们众多客户的投资选择之一。有些读者想自己动手实施这个投资组合，而另外一些投资者可能更愿意找专业人士帮忙，找个受托人投资顾问，就像堡垒理财网。选择哪种方式都行，只要对你最有利。关键是抓紧采取行动。

## 采取大行动

该你做出行动了。如果你有更好的策略，事实证明有效，可以让下行风险损失最小化而让上行收益最大化，也许你应该出来创办自己管理的对冲基金。现在，该有的信息都有了，相当于全副武装，你完全可以自己动手，像瑞·达利欧建议的那样搞一个全天候投资组合了，或者如果你愿意的话，也可以找一个受托人，帮助你构建和监控一个全天候投资组合，作为一个综合性投资理财计划的其中一部分。

如果你想创建自己的个人计划，最多只用5分钟，请登录堡垒网看看你现在的投资组合策略的业绩表现，能不能比得上其他渠道提供的一系列投资策略，包括我们这里讲的全天候投资策略。

## 让你的经理人试驾

堡垒理财网赠送的分析能让你“看到引擎盖下”，看到你在别的地方根本看不到的真相：你真正支付的费用是多少，你现在的投资真正的业绩表现怎么样。堡垒理财网的分析还会特别强调指出，你现在承受的风险有多大，过去15年你真正的业绩是多少。在这15年里我们经历了两次接近腰斩的暴跌（2000年2月和2008年9月）。

如果你选择采取行动，你可以把你的账户在线转到堡垒理财网，然后今天就开始这一套分析。如果你不愿意转移账户，也没关系，你依然可以免费获得你需要的全部信息。

## 我的401（k）账户怎么办？

全天候投资策略也可以被运用到你现有的401（k）计划之中，只要你的计划里有合适的基金可供选择，能代表瑞·达利欧推荐投资的资产类型就行。你可以自己操作，也可以请投资顾问来帮助你操作。如果你使用堡垒理财网，它会自动把你的401（k）账户连接到你的整体计划，确保401（k）账户的投资组合设置正确。另外，还有美国最好401（k），也可以提供给你全天候投资策略。

## 收入就是结果

前面两章我们已经覆盖了很大的金融投资领域。但是到现在，我想你能够看明白其中的原因了。现在掌握在你手里的是一个投资计划，它有傲人的历史业绩记录，无与伦比！你可以自己动手交易，构建出这样一个投资组合，只用几分钟就行，从此你再也不用生活在忧虑之中，天天担心市场的

涨跌。没有人知道未来会怎么样，但是历史会告诉你，你这样做，无论以后是什么样的经济季节，什么样的经济情况，你都做好了充分的准备，都能得到保护。

那么现在让我们回到我们原来说过的投资比喻：个人的珠穆朗玛峰。使用全天候投资策略，你就能有最好的概率步伐平稳，持续稳定地前进，顺利地攀爬到顶峰。是的，路上会出现意外，但是这个投资组合会更加健康、更加强大，经过长期的时间，你就会取得成功。现在，请你记住，只要你已经持续不断地提升你的投资价值，达到关键规模，你就会有足够的财富实现财务自由，你需要最终把你的养老金（就是这些投资）转换成有保障的收入流——你自己的终身收入计划。有了它，再也不用非得靠工作来赚钱维持生活了。这正是最终能够给我们带来财务自由的源泉。让我们翻开下一页，学习为什么“全天候投资组合＋终身收入＝真正的财务自由”。让我们来学习如何创造一份终身收入。

## 瑞·达利欧如此非凡的投资业绩是怎样做到的？

瑞·达利欧是如何做到持续产生如此非凡的投资收益的呢？他已经搞懂，这个巨大的经济体是一个巨大的机器，所有事物都通过某种方式连接在一起。有时连接很明显，但很多时候连接并不明显。瑞·达利欧可以看透整个经济机器，知道部分可预测的模式，他能够从中获利。他对经济体系的研究成果被浓缩成了一段30分钟的视频，非常精彩，按照我个人的观点，每一个投资人都应该看一看！瑞·达利欧，决定制作这个视频，不单是为了影响社会，而且是为了帮助大家进行经济学扫盲，让你从此不再觉得经济学高深莫测，让我们了解这个世界运转的经济真相。花上30分钟，好好看看瑞·达利欧制作的这段视频经济课，你会一辈子都庆幸自己做了这件事。

## 我们是如何计算投资业绩的？

我们在这里讲了很多次全天候投资组合的历史模拟投资业绩，为了保证这些业绩数据的准确性和可信度，我们组建了一个分析师团队测试这个投资组合，使用的都是低成本且广泛分散的指数基金。为什么这对你来说很重要呢？运用真实的指数基金业绩数据，而不是从理论上构造出一个指数数据，这样的数据只是由理论推导出来的，并不是真实指数基金的真实业绩。本章列出的所有业绩，都完全包括基金每年的费用和基金追踪指数的误差。这样做对你有好处，可以展示给你看全天候投资组合的真实历史业绩（而不只是在纸面上用来回测的理论业绩）。这样做可以保证回测这个全天候投资组合使用的基金和数据，一般人现在都能够得到，而不只是那些有好几十亿资产管理规模的华尔街金融机构才能得到。不过，有时候，我们回测时还是不能运用真实的指数基金数据，因为那个时候，指数基金

根本不存在，我们分析师团队对每个资产类型都用分散范围很大的指数涨跌幅数据，然后再按照基金费用调整为扣费后的业绩，来模拟指数基金业绩。注意，他们在计算时运用了每年一次的再平衡，假设所有这些投资都是持有在一个免税账户里的，没有交易成本。最后，我要感谢克里夫·斯科曼、西蒙·罗伊，还有整个Jemstep团队做出的深入分析，还有堡垒财富管理公司的阿杰伊·古普塔在这个项目中的合作。（过去的业绩并不能保证未来的业绩。）

---

[1]这里假定组合每年再平衡。过去的业绩并不能保证未来的业绩。相反，正如我前面说过的，我提供给你的是历史数据，目的是用来讨论和描述基本的投资原则。

[2]数据来源：Richard Bernstein Advisors LLC, Bloomberg, MSCI, Standard & Poor’s, Russell, HFRI, BofA Merrill Lynch, Dalbar, FHFA, FRB, FTSE. 所有收益均以美元计算。

[3]我很荣幸访问过彼得·林奇，请他讲述他的核心投资原则，正好是在他创造最伟大的投资连续战胜股市13年的投资奇迹期间，他在我的财富大师训练营上发表过演讲，那是在1990年早期。

# 第28章 自由：创造终身收入计划

终身收入流，对退休生活的幸福很关键。

——《时代周刊》，2012年7月30日

我有足够的钱，可以舒舒服服地退休，享受余生。问题是，我的余生不多了，下个星期我就要死了。

——匿名

1952年，埃德蒙·希拉里带领探险队，第一次成功地登上珠穆朗玛峰。大家以前一直认为这是不可能完成的任务。英格兰女王马上封他为爵士，以表彰他的惊人成就，从此他变成了埃德蒙·希拉里爵士。

尽管他取得这么大的成就，很多人还是认为，埃德蒙·希拉里爵士也许并不是第一个到达珠穆朗玛峰顶峰的人。事实上，大家普遍认为，乔治·马洛里也许是第一个登顶珠穆朗玛峰的人，比希拉里要早上30年。

那么，如果乔治·马洛里1924年就到达珠穆朗玛的顶峰，为什么是30年之后才登顶的埃德蒙·希拉里得到了所有的荣誉——包括被女王册封为爵士？

因为埃德蒙·希拉里不仅到达了顶峰，他还成功地从顶峰下来了。乔治·马洛里就没有那么幸运了。就像绝大多数死在珠穆朗玛峰上的人一样，结果证明下山才是致命危险的。俗话说得好：上山容易下山难。

## 你投资为了什么？

我经常问别人：“你投资为了什么？”

答案各种各样，什么样子的都有：

“收益。”

“增长。”

“资产。”

“自由。”

“乐趣。”

我很少听到那个最重要的答案：收入！

我们都需要有一份收入来维持生活。有一个持续不断的现金流，每个月都出现在我们的账户上，像时钟转动一样可靠。你能想象你再也不用担心怎么支付每个月的水费、电费、天然气费、手机费的情景吗？你能想象你再也不用担心你的钱会花光了吗？你自由自在、快快乐乐地到处旅行，根本不用担心钱的事。每个月打开股票账户对账单的时候，你不用再祈祷市场挺住，内心非常安宁平静，慷慨大方地承诺捐钱给你的教堂或者你最喜欢的慈善团体，心里不用担心以后每年捐的钱从哪里来。我们凭直觉都知道：收入就是自由。

就像电影《勇敢的心》中的一幕，梅尔·吉布森在山顶上大喊：“收入就是自由。”

缺少收入，你心里就有压力。缺少收入，你的日子就很难过。缺少收入，对于你和你的家庭来说，是不可能接受的结果。

杰弗里·布朗博士，在最近一期《福布斯》杂志的文章中，对这一点说得很明白：“收入就是结果，没有足够的收入，你的退休生活就不安全。”

富人都知道，他们那些资产（股票、债券、黄金等）的市场价值总是在上下波动。但是你不能拿那些资产“当钱花”，你能消费的只有现金。2008年就出现了这样的事情，很多人拥有的资产（特别是房地产）市场价格大跌，他们很想卖出，却怎么也卖不掉。他们在资产上很“富有”，在现金上却很“贫穷”。因为资产不能变现，到期的债务还不了，只能破产。你始终要牢牢记住：收入就是结果。

在这一部分的末尾，你会有具体的工具来锁定你期望得到的具体收入水平。我称之为“收入保险”。这是一种有保障的方式，非常确定地知道，你会有一张终身支票，将来再也不用为钱而工作——你绝对可以确定你永远花不完你的钱。猜猜你需要做什么？你只需要决定你想让你的终身收入支票什么时候开始兑现。

要得到这样的收入保险，有很多办法。我们来看几个对于你来说比较合适的办法，它们让你获得收入保险。

有一个锁定收入的结构还有很多其他的好处。这是地球上唯一能给你带来以下好处的金融工具：

●你的本金百分之百地保证安全。[1]（你不可能亏钱，你可以完全控制你

交的钱。）

●只有上行收益，没有下行风险：你的账户价值增长会和市场涨幅相关联。如果股市上涨了，你可以参与分享一些收益。但即使市场下跌了，你也不会损失一分钱。

●你的投资增值可以递延纳税。（还记得那个价值翻倍的案例吗？税收效率决定你最终是拥有28466美元，还是拥有超过100万美元。）

●一份有保障的终身收入流：你有控制权，可以决定什么时候开始领取这份收入。

●记住这一点：付给你的收入，如果结构安排合理的话，是可以免税的。

●没有年度管理费。

你能得到所有这些好处，只要运用一个有2000年历史的金融工具的现代版就行了！这怎么可能？我可以肯定，这听起来简直太好了，不可能是真的，但是相信我，这确实是真的！我就在用这种投资方式，使用它之后让我非常激动，我很高兴能给你详细地讲述如何操作。

本书一直在强调，你盼望达到的财务未来非常像是你在攀登珠穆朗玛峰。你要工作几十年，不断地积累财富，直到达到一个关键的规模（爬到顶峰），但是这只是故事的前一半。如果财富积累到关键规模，却没有一个计划和策略，如何把这些资产转化为收入，在你的余生一直持续不断地维持你正常的生活？在这样的情况下，如果收入断了，你就会像乔治·马洛里一样死在下山路上。

## 新时代

毫无疑问，我们现在处在一个完全没有人探索过的海域里，这个时代的情况绝对可以说前所未有。在过去30年里，退休这个概念发生了彻底的改变。直到20世纪80年代末，在美国，62%以上的工作者都有退休金计划。你还记得吗？你上班的最后一天得到一块金表，还有一份有保障的终身收入支票，你一退休就能领到第一张。现在，除非你是给政府工作，退休金已经很少有了，它成为历史遗迹，像个金融界的恐龙。现在不管是好是坏，你都是你自己的船的船长。你的钱能不能持续维持生活，最终是由你自己负责的。这是你自己要承担的一个重大责任，也是一个重大负担。自己管理自己的养老金投资，意味着你下海了，下到了股海之中，股市的波动很多时候比海浪还要大，加上基金过高的收费，通货膨胀，身体出现“意外”花去大笔医疗费用，你很快开始明白，为什么会有这么多人面临

巨大的退休危机。很多人，包括你的邻居和同事，都要面对很可能出现的问题：人还活着，钱已经没了。特别是现在，人的平均寿命比以前要长得多。

## 现在的80岁相当于过去的50岁

时间长又丰富多彩的退休生活，这个概念只是最近几代人才有的。我们前面讨论过退休制度方面的内容，1935年富兰克林·罗斯福总统创立了社会保险制度，那时候人的平均寿命预期只有62岁。但是年满65周岁才能领到社会保险，所以在社会保险制度刚开始实施那些年，其实只有少数活得比一般人更加长的人，才能真正享受到社会保险的福利。

那个时候的社会保障体系在财务上很稳定，因为平均40个交纳社会保险的工作者来养活一个领社会保险的退休者。这就像是有40个人拉车，只有一个人坐车。到2010年，这个比例下降为每1个坐车的人，只有2.29个人拉车。什么时候开始这件事难住了美国政府？

现在美国男性的平均寿命预期为79岁，女性为81岁，一对已婚夫妇，其中至少有一个人有25%的机会能活到97岁。

## 但是等等，以后的人还会活得更久！

你可能会活得比平均寿命预期还要久。想一想最近30年来我们的科技发展进步有多么大。从软盘到纳米科技。现在的科学家正在用3D打印制造新器官，就像魔术师变戏法一样。研究者能用人的细胞轻轻地在你的皮肤上刮一下，就可以用这些细胞作为基础“打印”出一个新耳朵、新膀胱、新气管！[2]原来科幻小说里面幻想的东西，现在都成真了。后面我们会直接聆听我的朋友雷·库兹韦尔所言，他是我们这个时代的爱迪生，最近他担任了谷歌工程部门的负责人。我问他：“生命科技的进步会如何影响人类寿命预期？”他说：

21世纪20年代，人类会找到方法改变人类的基因。不仅“人工设计婴儿”会成为现实，而且会出现人工设计婴儿潮，因为所有人的人体组织和器官都可以再生，可以把一个人的皮肤细胞转化成每一种其他类型细胞的年轻版。人们可以“重新编程”自己的生物化学机制，远离疾病和衰老，大幅度地延长寿命预期。

对于美国婴儿潮世代来说，这些话听起来太让人激动了！皱纹走开吧！我们马上都可以喝到青春不老泉了。

但是，对于我们的退休生活来说，钱的问题很明显就大多了。我们原来以

为只能活到80岁，也是按照这个计划攒的退休养老金。现在科技进步让我们的寿命变长，相比之下退休要花的钱也多得多了，原来攒的钱需要维持的退休生活年数也更长。你想象一下，如果雷·库兹韦尔说的是对的，美国婴儿潮一代出生的人，现在60~70岁，将来会活到110岁，甚至120岁，那么他们还有40~60年的退休生活呢！再想象一下，这样的生命科技进步会改变21世纪初出生的那一代人的寿命预期。如果你将来还要活110~115年，你需要攒多少钱才够养老呢？没有什么比一份有保障的终身收入更重要了。只要你活着，就有一份终身收入，绝对不会人活着钱却没了，这对于你来说，会是最好的资产。

年轻的时候，我认为钱是人生最重要的东西。现在，我老了，我承认事实就是这样的。

——奥斯卡·王尔德

## 4%法则完了

20世纪90年代初期，美国加利福尼亚州有个投资理财规划师，提出了“4%法则”。这个4%法则的要点是，如果你想让你的钱能够持续一生花不完，你可以每年取出来4%，前提是你要建立一个“平衡投资组合”，60%投资股票，40%投资债券。你可以每年增加取现的比例，以抵消通货膨胀。

“确实，在过去相当长的时间内，4%法则表现很好。”2003年《华尔街日报》上有一篇文章回顾道，文章标题是《跟4%法则说再见》。为什么4%法则会突然被抛弃？因为4%法则是在1990年左右被提出来的，当时美国国债支付的年利率超过4%，股市正好是一个大牛市！如果你是在2000年1月退休的，按照传统的4%法则来操作，那么到2010年你的资金就会亏损33%，100万美元只剩下67万美元，按照美国十大基金公司之一普信集团的研究，你的钱按照4%法则操作，只有29%的概率能够支撑你余下的寿命。我换个更加直截了当的说法是，你有71%的概率是人活着而钱没了。我们大多数人最不愿意同时体验的两件事是：人老了，钱没了。

现在，我们生活在一个全球各国都在压低利率的世界中，事实上这就是一场针对储蓄者的战争，可以肯定的是，这就是一场针对老年人的战争。利率接近于零，谁还能安全地过退休生活呢？退休的老年人必须冒险进入不安全的投资领域，给自己多年攒的钱找到适当的回报，就像那些渴得要死的羚羊，必须冒险去鳄鱼密集的水域喝水，没办法，不喝水它们肯定只能渴死。股市危机四伏，但是那些老年人也没办法，他们需要有正向回报来维持生活，每个月的水费、电费账单必须要付，但投资股市会让他们更容易受到伤害。

## 群聚效应被摧毁

无论什么人告诉你或者兜售给你投资方法，没有任何一个基金经理、经纪人或投资理财顾问能够控制我们的钱足够维持一生。这就是金融世界肮脏的小秘密，只有少数专业人士知道其中的决定因素。而在少数知道这个秘诀的人里，只有极少数人愿意公开地说出来。我说话一向直率，那天我与投资界传奇人物约翰·博格坐到一起交谈，我直接把这个问题抛了出来。

还记得约翰·博格吗？他是世界上最大的指数基金公司先锋公司的创始人，他说话很直接。那天我跑到宾夕法尼亚州，在他办公室里谈了4个小时，我抛出来那个肮脏的小秘密，他也毫不掩饰他的观点和想法。“有些东西，我不愿意说，但是所有这些东西有时候就像赌博一样，完全靠运气：你什么时候出生，你什么时候退休，你的孩子什么时候上大学，你根本没办法控制。

他说的赌博是怎么一回事？

其实就是说有很大的运气成分在里面：关键要看你退休的时候，市场表现怎么样。如果你在1995年前后退休，你就是一个快乐幸福的度假“露营者”。如果你在2005年左右退休，你就是一个无家可归的“露营者”。博格自己亲口说过，那是在2013年年初的一次电视节目上接受采访，下个10年我们要做好准备，股市可能会有两次大跌，最大跌幅会有50%。我的天哪！但是对他这样的预测，我们当时也许不应该感到吃惊。2000—2009年，美国股市经历过两次下跌接近50%。不要忘记，如果你亏了50%，那么你需要再赚100%才能赚回你原来的本金。

这个肮脏的小秘密就是，我们都面临的风险是收益连续性的毁灭性概念。听上去很复杂，但其实很容易懂。从本质上讲，你退休后最开始几年的投资业绩的好坏将会决定你后面好几十年投资业绩的好坏。简单地说，退休前面几年决定后面的几十年。如果你退休之后前几年遭受了投资亏损，这完全是运气不好，但是你以后把钱赚回来弥补亏损，并且赚到钱让你退休生活衣食无忧，这样的概率低到像跌落悬崖一样，可以说永远不可能发生。

你可以做到把每一件事都做对：找到一个受托人投资理财顾问，减少你的费用，投资很有税收效率，建立一个财务自由基金。

但是当你爬到顶峰，实现财务自由之后，你要下山就是从赚钱变成花钱，要从你的投资组合中获得收入以维持生活了。你如果在退休后前几年里碰到一年的投资业绩非常糟糕，就会很容易打乱你的整个计划，使生活变得一团糟。若是更加不幸，碰上几年投资业绩都比较糟糕，你可能会发现，

自己都退休好几年了，又不得不回去重新工作，卖掉你买好的度假屋。这听起来是不是变化太大了？让我们看一个假设的案例，看一看收益先后顺序所带来的风险，长期而言对我们的影响有多大。

## 约翰咬了狗

约翰咬了狗，狗咬了约翰，都是同样5个字，但是，先后顺序安排不同，就有了完全不同的意思，特别是约翰这两个字，放置的顺序不一样，其意思差别会很大。

约翰现在65岁，攒了50万美元的养老金（远远超过美国人的平均水平），他准备要退休了。跟大多数即将退休的美国人一样，约翰也正在持有一个“平衡的”投资组合（60%股票加上40%债券）。我们前面从瑞·达利欧那里知道了，这样的风险配置其实并不平衡，因为利率都这么低了，接近于零，4%法则根本不适用。约翰决定，他每年从50万美元的养老金里取出来5%，就是2.5万美元，来满足日常生活的基本需要，再加上他能够领到社会保险，这些钱他应该够花了，可以生活得不错。他还必须每年提高取现比例（每年提高3%），才能赶得上通货膨胀，因为物价一上涨，每一年同样数量的钱能买到的东西就减少了。

约翰的运气不好，退休前几年遇到几次股市下跌，股票投资亏了不少。事实上，他称自己退休之后的生活为黄金年代，结果前三年股市就连续大跌三年。这可不是什么美好生活该有的开始。

退休之后才过了短短5年，约翰原来攒的50万美元的退休金就亏掉了一半。股市下跌时，他还要取现，只能亏本卖出股票换取现金。没办法，每个月好多账单要付，这真是雪上加霜。由于你的投资金额减少了，如果股市反弹，你赚的钱也就减少了，回本就更难了。但没办法，生活还得继续，账单必须现在就付。

表28–1 约翰的投资

| 年龄 | 假设股市盈利或亏损（%） | 每年年初取现（美元） | 每年年初养老金（美元） | 年龄 | 假设股市 利或亏损（%） | 每年年初取现（美元） | 每年年初养老金（美元） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 64 | | | 500 000 | 77 | 34.11 | 35 644 | 131 429 |
| 65 | –10.14 | 25 000 | 500 000 | 78 | 20.26 | 36 713 | 128 458 |
| 66 | –13.04 | 25 750 | 426 839 | 79 | 31.01 | 37 815 | 110 335 |
| 67 | –23.37 | 26 523 | 348 766 | 80 | 26.67 | 38 949 | 95 008 |
| 68 | 14.62 | 27 318 | 246 956 | 81 | 19.53 | 40 118 | 71 009 |
| 69 | 2.03 | 28 318 | 251 750 | 82 | 26.38 | 36 923 | 36 923 |
| 70 | 12.40 | 28 982 | 228 146 | 83 | –38.49 | 0 | 0 |
| 71 | 27.25 | 29 851 | 223 862 | 84 | 3.00 | | |
| 72 | –6.56 | 30 747 | 246 879 | 85 | 13.62 | | |
| 73 | 26.31 | 31 669 | 201 956 | 86 | 3.53 | | |
| 74 | 4.46 | 32 619 | 215 084 | 87 | 26.38 | | |
| 75 | 7.06 | 33 598 | 190 084 | 88 | 23.45 | | |
| 76 | –1.54 | 34 606 | 168 090 | 89 | 12.78 | | |
| 平均收益<br>8.03% | | | | | | | 总取款额<br>580 963 美元 |

从70岁开始，约翰在股市上享受稳定的上涨年份，但是损害已经造成。要弥补亏损的道路实在太崎岖了。你知道的，亏损一半之后，要再赚到翻倍的收益才能回本。等到他76岁左右，他已经看得很明白了，他的钱再过几年就要花完了。等到他83岁时，不幸又碰到一次股市大跌，他的股票账户卖光了。最终，总的来看，他原来攒了50万美元的退休金账户，退休生活18年只从中累计取现580930美元。换句话说，退休后他又继续投资了18年，可是总共只赚了8万美元。

但是其中最疯狂的事情是：在约翰跌跌撞撞一路下山（退休生活）的时候，股票市场平均每年上涨超过8%。这是相当好的业绩，不管是用谁的标准来看都相当好。

问题就在这里，市场并不是每年都能给你相同的平均收益率，他有的年份收益率比平均水平高，有的年份收益率比平均水平低，只是长期下来这些年份整体来看是这样的平均收益率而已。（记住我们在前面讨论过真实收益和平均收益之间的差别，就在第二部分第4章，“希望”在有些年份里你不会遭受损失，因为你承受不起，这并不是一个有效的策略，无法确保你的财务未来安全无忧。）

## 先后顺序调过来

苏珊女士和约翰的情况几乎完全相同，她也是65岁，攒了50万美元。她和约翰一样，每年要提现5%，就是2.5万美元作为她每年的收入来维持退休之后的生活，她需要每年略微增加一点投资变现的比例，这样调整是为了

应对通货膨胀带来的物价上涨。为了真切地描述这个概念，我们会对两个人用相同的投资收益率，我们只是把这些收益率的顺序颠倒一下，把第一年和最后一年颠倒顺序，第二年跟倒数第二年颠倒顺序，以此类推。

只是颠倒收益的顺序，就会让苏珊的退休生活体验完全不同于约翰。事实上，等到89岁的时候，苏珊累计投资变现超过90万美元，这些都是每年变化的收益作为当年收入用来消费的，但是花了这么多钱，她的投资账户上还剩下1677975美元！苏珊在这个世界上生活的时候，从来没有担忧过钱的事。

表28–2 苏珊的投资

| 年龄 | 假设股市盈利或亏损（%） | 每年年初取现（美元） | 每年年初养老金（美元） | 年龄 | 假设股市盈利或亏损（%） | 每年年初取现（美元） | 每年年初养老金（美元） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 64 | | | 500 000 | 77 | 34.11 | 35 644 | 1 151 375 |
| 65 | 12.78 | 25 000 | 500 000 | 78 | –1.54 | 36 713 | 1 496 314 |
| 66 | 23.45 | 25 750 | 535 716 | 79 | 7.06 | 37 815 | 1 437 133 |
| 67 | 26.38 | 26 523 | 629 575 | 80 | 4.46 | 38 949 | 1 498 042 |
| 68 | 3.53 | 27 318 | 762 140 | 81 | 26.31 | 40 118 | 1 524 231 |
| 69 | 13.62 | 28 318 | 760 755 | 82 | –6.56 | 41 321 | 1 874 535 |
| 70 | 3.00 | 28 982 | 832 396 | 83 | 27.25 | 42 561 | 1 712 970 |
| 71 | –38.49 | 29 851 | 827 524 | 84 | 12.40 | 48 383 | 2 125 604 |
| 72 | 26.38 | 30 747 | 490 684 | 85 | 2.03 | 45 153 | 2 339 923 |
| 73 | 19.53 | 31 669 | 581 270 | 86 | 14.62 | 46 507 | 2 341 297 |
| 74 | 26.67 | 32 619 | 656 916 | 87 | –23.37 | 47 903 | 2 630 297 |
| 75 | 31.01 | 33 598 | 790 788 | 88 | –13.04 | 49 340 | 1 978 993 |
| 76 | 20.26 | 34 606 | 991 981 | 89 | –10.14 | 50 820 | 1 677 975 |
| 平均收益<br>8.03% | | | | | | | 总取款额<br>911 482 美元 |

两个人退休之时攒了同样多的退休金，同样的投资取现策略，退休生活过得差别却很大，简直是天壤之别：一个人老了变成了穷人，另外一个人则实现了绝对财务自由。

更让人感到迷惑不解的是：这25年间两个人的平均投资业绩也相同，都是每年8.03%。

这怎么可能？因为平均业绩就是总的收益除以年数。

没有人能够预测，下一个拐角会发生什么。没有人知道市场什么时候会上涨，什么时候会下跌。

现在，想象一下，要是约翰和苏珊都有收入保险。约翰会避免得胃溃疡，因为他知道，随着他的账户缩水，他有一个有保障的收入支票就在彩虹那头等着他。苏珊会有更多的钱可以花，她想怎么花就怎么花。也许可以再多买一个度假屋，给她的孙子孙女更多钱花，捐赠更多钱给她最喜欢的慈善事业。收入保险的价值无论怎样都不会被高估。搭配全天候投资组合，你就有了最强有力的双保险。

## 一个人拿了6个学位

你也许还记得，在本书的开头，我跟你提过一个沃顿商学院的教授戴维·巴贝尔博士，我认识的成千上万个人里面，他不仅是受教育水平最高的人，也是一个灵魂上温柔体贴但信念上坚如钢铁的人。戴维·巴贝尔喜欢别人称呼他时在名字前加上博士或教授。

我们来快速回顾一下戴维·巴贝尔的成就。他有6个学位：经济学学士、国际金融专业工商管理硕士、金融博士、辅修食品和资源经济学博士、热带农业博士、拉丁美洲研究博士。戴维·巴贝尔在加州大学伯克利分校和沃顿商学院教授投资课程超过30年。他是高盛集团养老金和保险研究分部主任。他曾经为世界银行工作，提供咨询的客户包括美国财政部、美联储、美国劳工部。戴维·巴贝尔对养老金问题的研究，可以说跟篮球之神乔丹对篮球的了解一样。

戴维·巴贝尔写过一篇研究报告，得到的评价褒贬不一，两极分化。在这篇报告里，他分析的是自己的个人退休养老金计划。戴维·巴贝尔即将退休，他希望能够找到一种策略，给他带来内心的宁静，也带来一份有保障的终身收入。他始终牢记，收入就是结果。他还明智地考虑了其他因素，例如不愿意自己年纪很大了还要做出复杂的投资决策，他考虑了自己能找到的所有选择，也调用他对风险和市场的巨大知识库，他甚至咨询了他的朋友和以前他在华尔街工作时的同事，对各种策略进行比较分析。最终戴维·巴贝尔决定，他辛辛苦苦赚来的退休养老金，最好的投资去处就是年金。

啊！等等。

戴维·巴贝尔的华尔街朋友称年金为“年杀”，他这个资深投资专家怎么能把自己的养老金托付给年金呢？“年杀”这个词是由那些证券公司的经纪人炮制出来的，用来形容他们的有些客户把钱抽离股市，找个年头非常长的保险公司，购买年金以保证得到一份稳定的终身收入。证券公司经纪人觉得，这是一个不可逆转的决策，因为你把股票账户上的钱取走买保险公司的年金，这些钱就永远不会回到股票账户上了，他们就再也不能从你的股票投资上赚到佣金收入了。其实死掉的是证券公司的盈利。

好好想一想，最近一次经纪人跟你讲如何创造一份终身收入是在什么时候？很可能从来没有过。证券公司一般没有兴趣推广把钱从股市拿出来的相关概念，对于证券公司来说，一听说你要退出市场，它们就着急了。令人感到嘲讽的是，只要你不销户离开股市，你对于证券公司来说就代表着一份终身收入。

美国人至少应该把他们一半的退休储蓄转成年金。

——美国财政部

杰弗瑞·布朗博士对创造终身收入计划，肯定认识得更深刻。他是美国财政部和世界银行的顾问，中国政府邀请来评估未来社会保障战略的专家之一。他还是时任美国总统指定的美国社会保障顾问委员会7位成员之一。

杰弗瑞·布朗博士职业生涯的大部分时间，都花在了研究如何给人们提供一份终身收入上。那么他是怎么解决这个问题的？那就是利用年金这个我们所拥有的最重要的投资工具之一。

我和杰弗瑞·布朗交流了三个小时，我们谈得非常愉快，我们谈的主题就是收入计划，让他困惑不解的是，大多数投资理财规划师在和客户交谈时经常会省略收入。这怎么可能？收入保险只在大多数投资理财规划师的办公室里，在同事之间才会讨论，却没有投资理财规划师和客户讨论，也没有包含在401（k）计划的投资选项中，而401（k）计划是美国人最主要的退休金投资工具。

我问杰弗瑞·布朗："普通人应该如何保护自己，让自己真的拥有一份终身收入，即使自己活的比以前的人长得多，也不用担心人还在，而钱没了。美国现在都是年满65岁退休，按照寿命预期，退休后还要活上二三十年，自然需要二三十年的收入来支撑退休后的生活，但是他们的投资理财规划却没有持续那么长。寿命有那么长，钱却不够花那么长。你有什么解决方法吗？"

"托尼，好消息是我们确实知道如何来解决这个问题。"他说，"我们只需要让大家改变为退休养老攒钱的思考方式就行了。在'经济学家的土地'上，有一种产品就放在那里，我们称之为年金。基本你都可以到保险公司那里去说，'你知道吗？我要把我的钱带过来，放在你那里，由你来管理，让这些钱不断升值，作为回报，你要每个月付给我一份收入，只要我还活着就有收入'。有个很容易的方法让你一下子就能理解年金这个产品，其实年金做的事和社会保险一模一样。大家都知道，上班工作时，每个月你都要交社会保险，之后等到你退休了，你就能每个月从社会保险那里领到一份收入，只要你活着就能一直领下去。但是光靠社会保险那些收入并不足以维

持你想要的退休生活。买了年金，相当于你给自己多存了几份社会保险，靠自己来扩大终身收入。”

杰弗瑞·布朗和他的团队做了一项研究，比较用不同的方式来描述或者“框定”年金，塑造年金的形象，是如何完全改变人们对年金的需要或者渴望的。

第一，他们像证券公司的股票经纪人那样描述年金：年金作为一个“储蓄”账户，或者只有相对于股市而言收益率较低的投资。一点儿也不奇怪，只有20%的人觉得年金有吸引力。这听起来是不是很熟悉？你总能听到证券公司的经纪人说“年金是个糟糕的投资”。

但是，后来他们只改了几个词描述年金能够实际带来的真正好处，年金给人的形象马上就改变了。他们这样描述：年金作为一种工具能给你带来有保障的收入，而且一直持续，你的寿命有多久，这份收入就有多久，结果超过70%的人听到之后都觉得年金很有吸引力。谁不想有一份收入保险呢？万一你花光了积蓄，不要慌，你可以马上开始领取收入，这可是救命的钱。也许你的生活开支会比你预想的大；也许你发生意外要做紧急手术，要花一大笔钱；也许股市的走势和你预期的不一样，跟你的支出需求不合拍——你要花钱的时候，股市反而在下跌。这个时候，如果你知道自己有一份终身收入支票，只要打个电话就能开始每个月领取收入了，那么它会是一份多么及时的大礼啊。

现在的金融行业有很多革命性的创新，已经创造出一套全新的年金投资机会。其中很多投资可以支付给你一定比例同期股市的上行收益率，却不用承担任何股市的下行损失。现在的年金再也不是原来你爷爷买的那种老式年金了。翻到下页，我来给你展示5种类型的年金，它们可能会改变你的人生。

---

[1]保险保障协会提供保护给保单持有人和保单受益人，以避免签发保单的保险公司破产而无法兑现自己的保险合同责任，美国各州、哥伦比亚特区和波多黎各，都有保险保障协会。保险公司按照法律要求，在其得到执照允许发展业务的州，必须成为所在州保险保障协会的成员。每个州都有自己规定的最高保护金额限制，大多数州最高保护金为30万～50万美元。

[2]安东尼–阿塔拉，威克弗里斯特再生医学研究所的主任，过去十几年来，一直在创造和植入这种器官。

# 第29章 赢的时候到了：收入就是结果

问题不是我多少岁退休，问题是我有多少收入才可以退休。

——乔治·福尔曼

在金融行业，年金一直受到大量的批评指责。我第一次听到年金这个概念是在几年前，我听到的是对年金的一通嘲笑。听到这类批评指责太多了，以至我习惯性地相信年金都是不好的。但是当别人质问我为什么觉得年金不好时，我想了半天，甚至找不到一条充分的理由。我只是像其他暴徒一样举起火把和干草叉，却不知道为什么要这么做。

不过，现在金融行业对年金的看法已经改变了。你可以想象，我有多么吃惊，我拿到了2011年的一本《巴伦周刊》，封面上写着：

最好的年金——专题报道——让你退休能够领取稳定的收入，年金突然火了。

《巴伦周刊》可是华尔街享有盛誉的投资杂志，它竟然用年金做封面故事！是不是天塌下来了？我打开杂志，里面白纸黑字写着：

现在美国的婴儿潮世代要接近退休了，他们的脑袋里还真切地保留着2008年金融危机股市大亏的记忆，很多聪明的投资理财顾问都向他们推荐年金作为其收入计划的重要组成部分。

最近媒体在大力宣传推广年金。原来你爷爷买的年金已经塞到抽屉里了，上面落了厚厚一层灰，现在却成为聪明的投资顾问在推荐的热门产品。你猜到这是为什么了吗？年金现在不仅是为退休人士设计的产品。更多的时候，中年人甚至青年人也开始使用年金，特别是有些年金的增值跟股市指数（例如标准普尔500指数）绑在一起，成了属于“安全性投资”的一个选择。

我要说清楚，这些跟股票指数涨幅挂钩的年金，不属于投资股市的一种方式，也不是追求战胜市场的办法。我们已经说得非常清楚了，长期来看没有人能够战胜市场，对此约翰·博格和很多投资大师都赞同，使用低成本指数基金是投资股市的最佳方法。但是某些年金特别是那些与市场收益联结的年金能够替代某些安全资金投资，比如定期存款、公司债券、国债等，而且还能提供高得多的收益率。

但是，我有点儿兴奋过头，讲得太快了。现在我们花点儿时间来快速、简

要地讲一下，现在有哪些年金可供选择，还有哪些年金即将到来。

首先，我们要明白，实际上只有两大类年金，即期年金和延期年金。

## 即期年金

即期年金就是你先一次性付给保险公司一大笔钱，马上就可以按月定期领取收入。即期年金最适合那些到了退休年龄或者超过退休年龄的人来使用，退休了需要收入，有了即期年金，你马上可以定期领取收入。如果你还没到退休年龄，你可以跳过这个部分直奔延期年金，也可以继续读下去，因为你不需要，但是你在意的人可能需要，比如你的父母或祖父母。

简单地说，即期年金能够战胜所有其他备选金融工具，为你提供一份有保障的终身收入，它只靠一点就能完胜——这个概念被称为“死亡率加成”（mortality credits）。我知道，这听起来有些可怕，但其实它并不可怕。你还记得2000年前的恺撒时代年金是怎么问世的吗？过了好几百年，保险公司已经成功地为几百万人提供了有保障的终身收入，因为有很多人购买了即期年金，其中一些人死得早，而有些人会活很长时间。通过把所有人的风险合并到一个大池子里，那些购买了年金且活得时间更长的人就得到了更多好处，因为那些死得早的人有些钱没有来得及领取，按照保险合同，就留给那些活得长的人了。但是在我们讨论如何躲过过早死去而留下一些钱没领的可能之前，我们先来看看合理使用年金会有多大的威力。

## 即期年金让你每月收入高出27.5倍

我的儿子乔希，长大后一直在金融服务行业工作。乔希给我讲了一个客户的故事：这个客户来找他，想为退休做好准备。他刚刚满65周岁，一辈子想方设法地攒到了50万美元。他需要一个安全的收入流，觉得把钱放在股市里承受风险不是一个好选择。悲惨的是，他原来的股票经纪人给他配置了一个非常激进的投资组合，结果2008年股市大崩盘的时候他亏了接近50%，他辛辛苦苦工作整整十年才能攒这么多钱。和很多其他人一样，他根本没有胆量回到股市去翻本，而且他比以前更害怕把钱花光了。

他希望马上能开始定期领取稳定的收入，于是乔希带他梳理了一遍他有哪些选择，看来他的选择范围有限。

他可以把钱存到银行，购买大额存单，每年利率是0.23%，就是23个基点。这种安排能让他每个月得到95.8美元的收入，每年合计1149美元，这还是税前收入，必须交税。一年只能挣这么点儿利息，你可不要把钱全放在这里。

购买债券，每年可以得到接近3%的收益率，相当于一年15000美元的税前收入。但是这样选择会引发的风险是，如果利率上涨，债券价格就会下跌，他的投资本金就会缩水。

乔希给他展示了如何把50万美元的存款变成能够获得终身收入的即期年金，从今天开始就可以每个月领取2725美元，每年能领取32700美元。只要活着，他就一直能领取。[1]这要比大额存单的月收入高出27.5倍，比债券高出1.18倍，却没有大额存单和债券所需要承担的风险。

按照现在美国男人79岁的平均寿命预期，这个客户刚满65周岁，至少还要活14年。如果雷·库兹韦尔的预测是对的，那么此人的寿命远远不止14年，可能是40年！他买了即期年金，有了这样一份有保障的收入，再加上他能领到的社会保险也是一份有保障的收入，这样他的收入足以维持他的基本生活，而且绰绰有余，他可以把时间用来关注对于他来说最重要的事情——孙子孙女，还有钓鱼。

你在这个案例中看到年金的巨大威力了吧？相比之下，使用其他种类“确定无疑”的投资，他的钱肯定会花光的。但是使用即期年金，其实是一种收入保险，使他一生的收入都有保障了。

批评家会说：“但是如果你死得早了，钱还没领完人就没了，那么没领的钱就便宜别人了。”我问了戴维·巴贝尔，有这种担心该怎么办。他的反应很快，而且直截了当：“人都死了还管那么多干什么！人世间，最痛苦的是你的寿命很长，人还在却没有收入，那就只剩下痛苦了。”如果你真的担心会早死，你可以选择让保险公司来把钱返还给你的继承人，相当于你存进来多少钱，就返回多少。（不过这种安排会减少保险公司支付给你的月收入，所以有利必有弊，你需要权衡一下。）或者像戴维推荐的那样，你选择一个价格不贵的定期人寿保险保单。如果你的寿命很长，你就赚了，因为你有收入保险。如果你不幸早逝，寿命低于平均寿命，那么有人寿保单的死亡赔付，你的继承人也能拿到一大笔钱。

## 控制只是幻想

我们都喜欢控制，但是控制经常只是幻想。我们觉得能够控制自己的健康、自己的财务、自己的孩子，甚至别人的孩子。但是我们都知道，瞬间事情就全变了。一场暴风雨，就能让你的房子泡在水里。我在佛罗里达州买了一套新建好的房子，结果一场暴雨之后它就被淹了，我和妻子不得不在凌晨3点蹚着30厘米深的水走路。或者你只是做了一个常规检查，医生却打来电话说你得了癌症。控制经常只是幻觉，是不真实的。

股票经纪人会对你说，把你的钱交给保险公司来换取一份终身收入，你就

对你的本金失去了控制。让我们对这一点进行更深入的思考。例如，你现在60岁了，攒了100万美元来养老，你的股票经纪人建议采用传统的投资模式进行配置，于是你可以运用4%法则，即每年卖出部分投资变现4%作为当年的收入用于水费支出。现实情况是，这4万美元的日常生活开支，一分钱也不能少，全部都要用来支付水费、电费等基本生活开支。你知道你的钱需要用于投资，但是你根本承受不了本金发生亏损。如果股市下跌了怎么办？你当然不愿意在谷底亏本割肉卖出，但是与此同时你又觉得，人生到了这个阶段，你根本承受不起更多的损失，万一继续下跌就更承受不了了。就这样你陷在两难之中，卖出也不是，不卖也不是。这种所谓的控制只是一种幻觉。市场波动起伏，你的情绪也随之起伏不安，你满心希望市场会转到对你有利的方向，但这样往往会酿成大祸。

记住我们关注的焦点并不只是资产增值。我们的主题是有保障的终身收入。

有份永久收入，胜过非常迷人的昙花一现。

——奥斯卡·王尔德

## 延期年金

我们说过了，只有两大类年金，你现在已经知道了什么是即期年金：你把你的一大笔钱交给一家保险公司，它马上就会给你定期提供一份终身收入。

另外还有一类年金，叫作延期年金。它意味着你把钱交给保险公司，可以是一次全部交完，也可以用几年分期分批交完，但是你不是马上定期领取收入而是延期再领，这样可以用你的本金产生的收益进行再投资，而且是在一个税收递延的环境下。如果你退休了或者需要收入了，你可以根据自己的意愿开始得到你想要的收入流，你余生都会一直持续不断地获得。你会有一个收入规划，上面会列得清清楚楚，从不同的年龄开始领取，你能得到的月收入分别是多少。40岁、50岁、60岁，你想哪年开始领取就从哪年开始。

有很多不同版本的即期年金，各有不同的条款和回报，随着推出这些年金的保险公司的不同而不同。同样，也有一系列不同类型的延期年金。不过，好消息是大致上只有三种主要类型的延期年金。一旦你知道了这三种不同类型，加上对即期年金的了解，你基本上就会明白如何选择，你就能够发挥这种属于“安全资金”的投资工具的巨大威力。

所以，我们讲得简单一点，只讲三种主要类型的延期年金。

1.固定年金。你会得到固定的有保障的年收益率，无论股票市场是涨是跌。它非常像是你买了一张大额存单或者债券，得到的收益率都是固定不变的，但是收益率高低是不同的。

2.指数年金。你的年金收益率与股票市场指数的表现绑定，你可以得到股市上行收益的一部分，不过不是全部，但是你没有任何下行风险，绝对不会亏损。

3.杂交“指数”年金。你能得到指数年金的好处，又附加一份终身收入条款。这份终身收入条款让你有能力得到终身收入。（注意，从技术上讲，并没有一个产品可以被称作杂交，只不过它已经成了专业人士之间常用的名称，用来描述这种类型的年金，因为它包含了一个终身收入附加条款。）

## 年金有多安全？收入保险的力量

年金的收入保障质量高低，取决于发行年金的保险公司的质量高低，所以关键是保险公司要有较高的信用评级。很多顶尖保险公司有100多年的经营历史，经历了经济萧条、经济衰退、世界大战，它们仍然一直在持续经营，并取得了很大成功。但是尽管美国保险公司众多，超过1000家，但能够获得顶级信用评级的只有少数几家。我问杰弗瑞·布朗博士，年金的安全程度有多大，人们担心保险公司可能会破产。

“是的，这种担心很多人都有。”他承认，“我从一开始做的就是消除人们的忧虑。你知道我已经研究年金超过15年了，我从来没有听说过一个人在年金产品上真的亏过钱，原因有很多。这取决于你在美国哪个州，这个州政府的保险部门管理着州里的保险保障协会，它会给你所购买的年金产品提供保障，保障金额有一定的上限。这实质上就是每家保险公司，只要在这个州开展业务，基本上都同意为别家保险公司发行的产品提供保险。

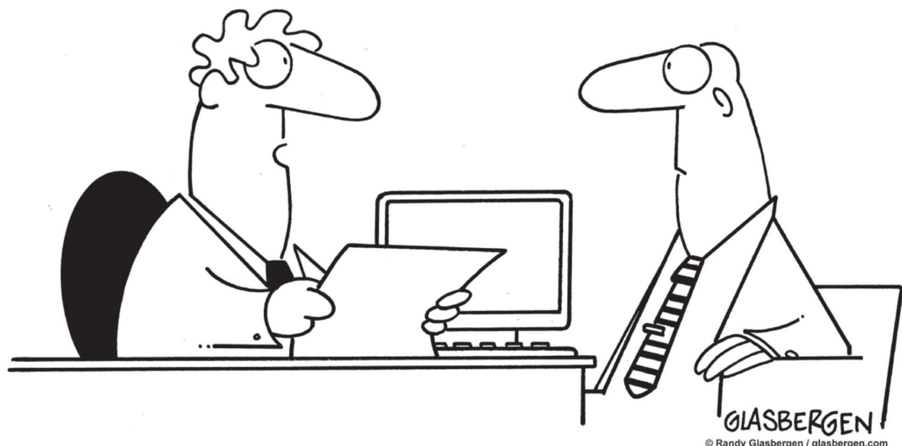
每一个州都有自己的保障上限，但是保障最高为50万美元，即使你购买年金的保险公司发生非常罕见的破产事件，你最高也只能得到50万美元的赔付。保险公司破产有多么罕见呢？按照联邦存款保险公司的说法，2009年有140家银行倒闭，但是没有一家大型保险公司破产。

## 可变年金

有一种类型的延期年金，我在上面故意没提，它就是可变年金。我这样做的原因是，我写本书所访谈的每一位专家都同意，个人投资者应该回避可变年金。可变年金特别昂贵，你存进去的钱要投资到公募基金上（也称之为子账户）。

所以你不仅要为公募基金选股支付费用（它们不能战胜市场，而每年的费用平均超过3%），你还要付钱给保险公司（每年1%～2%）。这些可变年金是有害的，可是保险经纪人、股票经纪人、银行理财经理还是想方设法地每年卖出1500亿美元，相当于购买年金的客户把1500亿美元存到了保险公司。在第二部分第7章中，我花了很大篇幅来讨论可变年金。没关系，你随时可以翻回去，重新回顾一下。

投资和退休计划




如果你努力工作，明智地投资，你 80 岁生日的时候就有足够的钱，仿佛你只有 65 岁。

图29–1

现在让我们花点儿时间，深入探讨一下上面这三种延期年金的选择。

## 固定年金

固定年金提供一种具体的有保障的收益率（例如3%或4%），在一个具体的期限之内，例如5～10年，你每年肯定能够得到这样固定的收益率。资金的增值是可以递延纳税的。到了期限的末尾，你有几种选择。你可以拿走你的钱，你也可以把你的钱滚存到一个新的年金，继续保持享受递延纳税，你也可以把你的账户余额转化成一份有保障的终身收入。固定延期年金没有年费。你能够提前知道，到了期末你的年金增值到了多少钱。

这听起来很简单，对不对？从今天的市场来看，这种收益率也许并不是特别令人激动，但是它们可以随着利率的变化而变化。至少这种类型的年金

有税收效率，如果正确处理的话，它可以显著提高你的税后净收益率。

不过，我还要和你分享一些更有趣的东西。

## 等待的时间越长，得到的越多

如果你还年轻，刚刚开始打造你的财务未来，或者你走到人生的一个阶段，你现在并不需要收入，但是你担心你的投资收入也许持续不到你的寿命那样长。别忘了，现在的人65岁退休，还有20～30年的寿命预期，自然也需要有20～30年的收入来维持退休生活。努力想出办法让你的钱能持续支撑那么长时间，是一个相当艰难的任务。所以现在出现了一个新的解决办法，被称为长寿保险，它变得越来越流行，这些产品允许你创造收入保险，以支撑你的长寿，比如从80岁或85岁直到你去世，你都能得到有保障的收益。你知道会有一份收入，从你年老的阶段开始，你便可以做一个15年的退休收入计划，不是20年或30年。我来给你举个例子。

2012年《华尔街日报》上有一篇文章，题目是《如何创造一份养老金》（有几个圈套），作者安妮·特格森特别强调，今天拿出10万美元放到一个延期固定收入年金里，对于年满65周岁的男性来说，会有很大好处。案例中的那个人还有其他储蓄和投资，他认为用这些储蓄和投资能支撑他20年的退休生活，直到85岁，然后让他从山顶上安全地下山。但是如果他的寿命超过85岁，他的收入保险就能让他定期收到一笔收入，他收到的钱会远远多于他原来放进收入保险里的钱。

“现在一个年满65周岁的男人，支付了10万美元购买一份即期固定年金，可以每年得到7600美元……但是加上一个长寿保险单，它就是一份长期的延期固定收入年金（我知道名字很长，但很容易理解），这样等于当他年满85周岁时，保险公司就开始每年定期给他发一份收入，每年金额达到63990美元。”纽约人寿保险公司的人员这样说。

哇！65岁的时候，他只要一次性存入10万美元，等到他85岁，每年就能领到接近6.4万美元！为什么这个延期年金这么有价值？因为到了85岁，如果他再活10年或15年，每年领6.4万美元，那么他累计能够领取64万美元或96万美元，远远高于他原始投资的10万美元。最好的是，他原来的储蓄和投资只需要支撑他20年的退休生活就够了，不是30年或35年。股市的波动性，加上收入靠后顺序不可避免的挑战，这个任务对于每个人来说几乎都是一个巨大的挑战。

我自己计算了一遍，我现在只有54岁，如果我现在一次性存入10万美元，等我年满85岁了，我每年可以领到8.3万美元！（而且你并不是一定要一次性支付10万美元，你也可以减少金额，相应的，以后保险到期提供给你

的收入也会减少一些。）这意味着如果我活到95岁，每年领8.3万美元，累计领取10年就是83万美元，而我只存入了10万美元，真是赚大了。我甚至并不需要等到85岁再开始领取收入。从我把钱存进去的那一天，我就能够得到一张时间表，上面清清楚楚地列出在任何一个年龄，如果我开始领取收入，每年能够领取的收入会是多少。如果到了65岁或者75岁，我觉得自己需要钱花，我一看这张时间表就能够清楚地知道，这时开始领，我每年能够领到多少钱。[2]

收入保险，如果结构安排合理的话，作为一个总体计划的一部分，会是一个神奇得不可思议的工具，能够减少或者消除你晚年没钱的风险，避免你成为家人的负担。有一次，我遇到了艾丽西亚·穆奈尔，他是波士顿大学退休研究中心的主任，她很支持我，并热情地推荐这种高龄延期年金："和我一起工作的很多人，一听这种高龄延期年金就非常激动，也非常积极，实质上这就是长寿保险。"

我每年都在爱达荷州的太阳谷举办一次投资理财讲座，有一次我采访了著名的出版人史蒂夫·福布斯，他是《福布斯》杂志的老板。我问他自己的个人投资理财之道是什么，他说自己已经买好长寿保险了。

延期年金还有什么优点？美国国税局看起来非常支持这种延期收入年金，所以你以后每年领取到的收入都不用交税，因为你收到保险公司支付的收入，很大一部分被视为你原始存款的收益。

## 终极收入解决方案

你给人一把锤子，那么你看到什么东西都是钉子。下面我简要讲述的这个收入解决方案，尽管听起来令人非常兴奋，但它并不是包治百病的万能药，既不是适用于每个人，也不是适用于每一种情况。它只是一个整体资产配置方案的一部分，我在这里讲述这个收入解决方案的目的是，简要介绍一个强有力的金融产品，一个杂交年金，在其增长阶段能够给我们带来巨大的上行收益，而且能够提供一份有保障的终身收入。当我们不断积累财富，爬上财务上的珠穆朗玛峰顶峰后，然后我们开始转向我们人生的"第二幕"，从退休前的攒钱为主，变成花钱为主，此时，有份稳定的收入特别重要，收入就是结果。这种年金被叫作固定指数年金。

我要先说清楚，有两类相对较为新型的延期年金，它们从1991年被推出之后，很快便得到普及。这两类年金是：

1.指数年金。你的收益率与一个股票指数绑定。

2.更加流行的是杂交版本的指数年金。你既可以得到固定收益率，还可以

得到和股票指数涨幅绑定的收益率，再加上一份有保障的终身收入附加条款。这些杂交年金普遍被称为固定指数年金，有终身收入附加条款或者有保障的最低取现收益。（我告诉过你，我们要弄清楚这种专业术语。）

只2013年这一年，这些新型年金就有350亿资金买入。事实上，我快要完成本书的时候，流入固定指数年金的资金在2014年上半年就有240亿美元，创出历史纪录，比2013年大涨41%。为什么会有这样创纪录的巨大增长？

●投资固定指数年金，你的存款一直完全在你的控制之下。你并没有放弃对自己的现金的使用权。

●能够提供潜在的机会，让你获得更高的年收益率，相比于安全资金解决方案，例如定期存款或债券，年收益率明显高得多。

●提供100%的本金保障，你肯定不会亏钱。[3]

●投资增值是税收递延的，它让你的投资复利增长率最大化，推动你的财务自由基金规模更加快速增长。

●提供收入保险，或者有保障的终身收入，选择一个可选收入附加条款，你就能得到。

就像我前面顺便提到过的那样，这些产品能够提供上行收益却没有下行风险，只赚不赔。在很多方面，它们是收益先后顺序难题的解毒剂。

它们是怎么工作的？

首先，一个固定指数年金是固定的，这意味着你的账户是有保障的，绝对不会下跌贬值。不管发生什么事，你都不会损失存进来的原始本金。善战者先立于不败之地，所以你没有开战已经先赢了一半。不过，它并不像传统的固定年金那样，让你得到一个较低但有保障的收益率。你的“基本账户”增值取决于所追踪的那个股票指数的收益率，比如标准普尔500指数。如果标准普尔500指数有一年上涨了8%，你可以留下（或者说“分享”）这个指数收益率的一个具体比例，它一般会设定一个上限。如果你的上限是5%，那么按照你的基本账户价值，你会收到5%的收益。[4]换句话说，大多数年金，对你能拿到的年金挂钩指数收益率的比例，都规定了一个“上限”，或者说是“天花板”。但是相反，如果那一年市场下跌了，你一分钱也不会亏损。

最近这些年，有一些独特的产品，允许你拿到100%的挂钩股票市场指数收益率，而且你还可以避免下跌的年份！也就是说，你的上行收益没有上

限。怎么会有这样的好事，这里有什么陷阱吗？保险公司对你的年度收益率没有设定上限，但也不能赔本做生意，它要分享你的一小部分收益（大部分情况下是1.5%）。所以，例如有一年年金挂钩的股市指数上涨了8%，那么这一年你会得到6.5%的收益率，这笔收益就会进入你的账户。不是100%拿到手吗，应该是8%才对呀？因为保险公司要分走1.5%。如果那一年股市涨得很猛，有14%的收益率，那么你能够拿到12.5%，保险公司还是只拿1.5%。我交流的很多专家都预测这种没有收益率上限的指数年金也许未来会非常火。

股市上涨，这类指数年金确实会很好。但是如果市场下跌了，它会怎么样？

要是市场下跌了，即使是跌得很惨，一年下跌20%、30%甚至50%，你也一分钱都不会亏。你可以躲避所有股市跌得很惨的年份，只享受股市上涨年份给你带来的收益分成。

现在，我知道你心里在想什么。我第一次听说这种产品，心里也是这样想的："那些保险公司给你分享上行收益，却不让你承担下行损失，难道它们是傻瓜吗？"

我问了退休研究专家戴维·巴贝尔博士这个问题，他说"这里没有什么陷阱"。戴维·巴贝尔博士解释说，保险公司把你的钱的大部分都安全地放在它们的现金储备里，事实上这些钱一分钱也不会被投资于股市。正是因为这个原因，它们完全可以保证你的本金安全。剩余那一小部分钱用来购买股票市场指数期权，还被用来支付各种费用。如果股票市场上涨了，你就可以按照合同约定比例分享那部分期权投资收益。如果股市下跌了，这个期权就会"终止"，但是你不会亏一分钱，保险公司也不会亏一分钱。你赢，保险公司也赢，大家双赢。

## 锁定你的收益

固定指数年金最大的好处是，只有上行收益，没有下行风险。除此之外，它还有其他特别的好处。你看，我们都喜欢当打开自己的股票账户对账单时，看到账户余额正在增长。但是我们并非真的知道，这些钱我们将来有一天会花掉，或者以后市场一下跌就会将这些账面盈利全吃回去了。固定指数年金有一个巨大的好处就是，每一年你拿到的收益或者挂钩指数的涨幅都是被锁定的，从此这些赚的钱就都是你的了。现在，加上你的投资收益之后的账户余额就成了新一年的本金。例如，我买了10万美元的固定指数年金，今年赚了6.5%，那么我账面上现在连本带利就有10.65万美元，这些钱就被锁定了。不管以后股市如何大幅下降，我绝对不会失去今年这6500美元的投资收益。固定指数年金就像一台只会上升的电梯，因为只有

上行收益，没有下行风险，而且每年的收益完全被锁定，它变成了实实在在的钱进到了你的账户里，永远不会像股票账户的账面盈利那样一跌就又回去了。固定指数年金能够年年锁定投资收益，这个特点对于我们追求安全的资金来说，是一个强有力的工具。

## 收入！收入！还是收入！

像固定指数年金这样强有力的工具，可以用来给你追求安全的资金赚取收益，这就是它们的本事，同时还能为你提供一个有保障的终身收入流，让它们看起来特别有吸引力。固定指数年金，因为有上面我所说的这些优点——本金安全，税收效率，只有上行收益，没有下行风险——让我喜欢，而且收入有保障这个优点，让我爱上了它。你如果选择加入一个有保障的收入流附加条款，就能得到这种好处了。好了，它听起来很专业，让我们把它解释得更加通俗一点儿。

不管你的账户表现如何，即使过了很多年，你的账户持平，没怎么涨也没怎么跌，或者只是略微上涨，加入这个有保障的终身收入附加条款，也能够确保你持续每年得到一份收入，你只要决定什么时候开始领取收入就行。不管你的基本账户投资业绩如何，你都可以拿到这份终身收入。

看看我的真实案例：我有一份年金，年金里面的收入账户保证每年增长7%，期限是20年，没有任何市场风险。当我去买的时候，我得到了一张收入计划表，那么只要我决定开始，我就确切地知道，我余下的人生，可以保证每年得到多少收入，不管我能够活多久，只要我活着，收入就一直有。而且我等待领取的时间越长，我的收入账户就会增长得越多，自然每个月发给我的收入也就越多。这个年金账户已经成了我的安全/安心水桶里面一个重要的组成部分。你是不是又觉得听起来简直太好了，好像不可能是真的？我让我的受托人财务顾问从表面向下深入挖掘，结果他发现，这种年金不但是合法的，而且每年能够吸引几十亿美元流入，都是像我这样五六十岁的人买的。

毕竟，谁不想要这样的产品呢？收入账户有7%的保证收益率，同时它可以避免市场下跌、收益先后顺序等很多风险。记住，这是在2009年年初，市场环境很糟糕，看起来好像根本找不到这样一个安全的地方。其他能保本的投资工具，如大额存单，收益低得可怜。你可能还能记得起来，2009年金融危机还未散去，空气中都弥漫着恐慌，人们在全世界到处搜寻，想要找到一个财务上很安全的投资之处。后来我发现，这种特殊的年金产品，当时成了地球上卖得最快的年金。

我给自己投资了这种固定指数年金，接下来我想："我能不能给我的儿子、女儿，还有孙子、孙女也买些这种年金？这些年金简直太好了，简直

不像是真的。”

那么这种固定指数年金有什么缺点？我后来发现，保险公司只把这种年金卖给50多岁的人。它们不能永远给你提供7%的保证收益率，所以说它们限定的最长年限是20年。如果你很年轻，还要活上50年甚至70年，保险公司可负担不起这么多年一直每年给你7%的有保障的收益率。而且这种年金要求你一次性存入一大笔钱。我很困惑，也倍受打击。要是这种产品对我们这些50多岁的中老年人有这么强大的吸引力，对那些20多岁、30多岁、40多岁的年轻人，会有更加强大的吸引力，因为他们有更多的时间让自己存到年金里的钱按复利增长。那天我下定决心，要给年轻人创造一种他们可以负担得起的年金解决方案。除此之外，他们利用这种年金还能建立一个安全无忧的终身收入计划，让他们可以开拓一条清晰的道路，直达财务自由，既不用承担股市的波动性风险，也不用承担由此产生的心理压力。

## 你的个人大奖

科迪·福斯特有两个合伙人戴维·卡拉和德里克·汤普森，这三个人的经历，好像是霍尔肖·阿尔杰写的那些艰苦奋斗、发财致富故事的现实版。2005年，这三个小伙伴坐在科迪家的厨房餐桌旁，他家住在冷冷清清的堪萨斯州托皮卡市。他们三人拿出各自的积蓄，凑出来13.5万美元，他们决定创办卓越理财顾问公司。你可能从来没有听说过这家公司，这很正常，因为它并不服务终端消费者，只服务顶尖的投资理财顾问。卓越理财顾问公司和最大牌的保险公司合作，让投资理财顾问可以拿到最新又最安全的年金产品来卖给客户。你可以把他们三人办的这家公司看作投资理财顾问的顾问。

卓越理财顾问公司发展飞快，只用了短短9年就成了美国最大的年金批发商，每年年金销售接近50亿美元。在年金这个行业，很多销售年金的公司都已经经营好几十年了，而卓越理财顾问这个才成立9年的公司就成了主导行业的老大。这家公司经营成长得太快了，以至3个创始人5次发现办公室面积远远不够用了。他们最初是在一个牙医诊所的地下室办公，在那里，他们雇用了第一个员工，用箱子给他当临时办公桌用。现在他们的办公室接近8000平方米，有最先进的办公设施。可能再过不久他们的办公室面积又会不够用了！

要是你遇见科迪，这个来自托皮卡市的普通人，你绝对想不到他有一家年销售收入几十亿美元的公司。他是辛辛苦苦打拼出来的，从来没有忘记过自己的根在哪里，他把自己的成功归于上帝的荣恩。我第一次见到科迪，是在我住的酒店里，那是在加利福尼亚州的圣何塞市，那天早上他参加了

我的大型讲座“释放你内在的力量”，该讲座有6000人参加。促成我们俩见面的是我儿子乔希。这次见面，原计划只谈一个小时，结果我们一直谈了三个小时。（对于我来说这是常事儿。）

我一坐下来，就直奔主题：

“科迪，我有一个想法，我相信能够改变700万人的生活，办法是帮助他们更快地达到自己的财务目标，而且压力和风险要小很多。”

“好啊，请讲。”他说，他往椅子后面挪了一点儿，很期待我接着讲下去。

“有一件事，我想看看我们能不能做成：那些固定指数年金，只有那些有钱又一大把年纪的人才能买，我们能不能把同样的机会带给更年轻的人？他们也许并没有太多的钱来做投资。我们可以做出一个固定指数年金，年轻人可以每个月分期缴费，就像他们每个月给401（k）退休养老金账户交费一样，他们知道自己存到年金账户里的每一美元，都能帮助他们得到一份有保障的终身收入。这就像是一个个人版的退休养老金计划。”

科迪往后坐了坐。他看起来有些怀疑。

这种想法非常不符合常规，听起来太离谱了。

我火力全开，进入研讨会那样的攻击模式。我对他发出充满激情的请求，向他解释为什么这种解决方案会改变整个年金行业的游戏规则。和这些“80后”“90后”打交道，让金融服务行业很头大。因为这些年轻人既十分独立，喜欢独立思考，根本不听你说的那老一套，又非常难接近，这一点众所周知。研究表明，他们并不是股票市场的巨大粉丝。因为他们才刚刚进入股市，2008年的股市大崩盘，就把他们刚刚攒的那点小钱全赔了。更糟糕的是，人寿保险和金融服务行业最大的交易协会——美国寿险行销研究协会做的研究发现，2005—2010年，出生于20世纪60年代中期至70年代末的一代人积累的财富亏掉了55%！我的天哪！他们现在想要保障，他们想要保护，他们想要收入，他们想要操作简单容易。

科迪开始点头，表示赞同。他明白我想的是什么，但是他也知道困难很大。毕竟他从大学一毕业就进入这个行业，在这个行业里待了好多年，他清楚地知道每一家世界最大的保险公司的限制和优势。

“托尼，我知道你想要的是什么，你追求的是什么，但是你需要理解这个行业的情况。保险公司不能把这些固定指数年金卖给那些不到50岁的人，因为能让终身收入年金运作的，能让保险数据运作的，就是一切都要受到对死亡率理解的驱动。到了55岁，保险专家就知道你的寿命长度，当然是

从平均寿命来看的。根据这一点，他们可以做出财务决策，但是如果你只有45岁、35岁，甚至是25岁，他们就很难做到了。

我早就预料到他会这样回答，于是我又出了一个主意：

“那么你看这样做行不行，你给他们一个保证，他们绝对不会损失本金，从第一天直到永远，都不会亏本？要保证他们的未来收入，要比50岁以上的人花得更多，那么为什么不能先给他们一个低一些的有保障的年收入增长率，然后再给他们加上分享股票指数上涨带来的收益？这样最终可能给他们带来的收益率会超过7%，特别是对那些更年轻的人，因为他们有更多的时间来让自己的投资持续地按复利增长。大多数人都知道，长期而言，股票市场会创造最高的增长，但是问题是那些股市大幅下跌的风险非常可怕，你可以保证他们的上行收益，没有下行风险，绝对不会损失本金，再加上一份有保障的终身收入。

“你还要想方设法地让这些年纪不到50岁的年轻人买得起这种年金，不要求提前支付一大笔钱，相反，他们可以选择每个月分期支付一小笔钱，具体每个月付多少钱，他们可以自己选择。用这种方式，保险公司不用担心因为客户年轻，寿命预期跨度太长，预测未来寿命非常困难。客户也有机会获得更高的收入流，因为大部分收入都是跟股市上行收益挂钩的。”

科迪喜欢这个想法，因为从长期来看，市场表现是对投资者有利的，特别是你只分享上行年份收益的话。但是还有一个主要障碍：

“托尼，你的想法，我明白了，这个产品还需要很有效率、很简洁。但是传统上，给年金定价最贵的那一部分就是佣金。保险代理人把年金保险产品卖给客户，保险公司就要支付佣金，这是从他们自己的口袋里掏钱，他们不能从客户的账户里扣钱。照你的想法操作，保险公司要卖这种年金，就要从自己的口袋里预付大量的佣金，他们根本负担不起。这意味着很难让传统的代理人来卖这种年金，就像是“第22条军规”，它成了一个让人左右为难的困境。”

这个问题我也早有准备：

“如果保险公司不用预付任何佣金呢？”我反问道，“我们要跳出条条框框来思考年金销售。50年前，人寿保险都是挨家挨户地上门推销的。现在你可以在网上购买，连话都不用跟销售员讲一句，结果是现在买人寿保险很方便，也便宜多了。我们运作的是新型年金，也要运用新的销售模式。现在年轻的一代实际上不愿意跟任何人说话！直接省略中间人！

“这种年金销售应该设计得很简单，网上就可以操作，你决定每个月投多

少钱，直接从你的银行账户里扣除，你设置好之后就什么也不用管了。这个网站能够精确地规划出来，你将来到什么年龄，能够提供多少收入，这些都取决于你能拿出来多少钱存到年金里。只需在网上点击几下，随便一个年轻人就能设置好一份终身收入计划。他们既不用很有钱，也不用等50多岁，才能够利用这种年金。对了，还有，他们甚至可以用手机上的应用软件来追踪自己年金的价值变化。”

科迪开始理解我的想法。于是我问他：“科迪，你觉得这种新型年金能影响多少人的生活？如果你手下的人与保险公司合作来创造这样一种年金产品，每个人都能买，保证能给他们提供一个更安全的财务未来，你觉得有多少人会心动？”

科迪一听，笑了。“这要看再过多少年，100万年，1000万年，绝大多数美国人听了都会心动！”我的话触动了这个男人的心弦，他是在小镇的农场里长大的，家里尽管算得上中产阶级，却是收入最低的那一级。科迪创业成功，有钱后非常慷慨，乐于助人，希望每个人都能得到发展机会，特别是在财务自由方面。

科迪离开了我住的酒店。他现在浑身充满了热情。他走的时候带着一个使命：看看自己是否能运用自己的影响力，说服世界上最大的保险公司，打造一个“终身收入计划”的解决方案，提供给更年轻的一代，起始存款金额的要求更少一些。

## 快速前进

就在几年前，大多数固定指数年金，对购买者最低年龄要求是50岁或55岁，不同的保险公司要求各有不同，而且大多数要求客户至少先存进来2万~5万美元。要给更年轻的客户群体（低于50岁）找到一个有保障的终身收入附加条款，可以说是完全不可能的。但是现在情况已经完全改变了。我很骄傲地告诉大家，通过我们和卓越理财公司的共同努力，我们已经说服世界上最大的保险公司开始设计和打造新的革命性年金产品，不管年纪大小，收入水平高低，大家都可以购买。

这些新的固定指数年金能给你提供很多好处，比如：

●保障本金安全。只要是你投进来的钱，一分钱都不会亏。

●有上行收益，却没有下行风险。你可以参与分享股票指数上涨100%的收益。是的，100%的上行收益，没有下行风险，不可能亏钱，你能赚的钱也没有上限。保险公司不收你的费用，只是从你赚的利润里分享一小部分（范围在1.25%~1.75%）。比如，如果股市上涨了10%，保险公司只拿

走1.5%，你可以得到8.5%，收益都记在你的账户价值的增长上。相反，如果某个年份股市下跌，保险公司一分钱也不收，你不会损失一分钱，也不用支付任何费用。只有你赚钱了，你才会从中分给保险公司一小部分。

要了解这种产品结构安排多么强大有力，我想到了一个比喻很合适，当时我正在跟一个朋友共进午餐，就在拉斯维加斯的永利安可酒店。我放眼看了一下巨大的赌场，对我的朋友说："想象一下，这个赌场有一张非常特殊的赌桌，特意留给那些贵宾客户。规则是你可以成夜赌博，但是你一美元也不会输。不管发生什么情况，赌场老板史蒂夫·韦恩都保证，你来的时候带了多少钱，你走的时候都还会带走。也就是说，你的本金可以保证绝对安全，一分钱都不会亏。"

"如果你赢了，只不过从你赢的钱里拿走1.5%给赌场，当作小费，其余全部归还你。要是能够这样赌，你愿意赌多少？你愿意玩多久？因为你知道你不可能输钱，如果你赢的话，你只需要把赢的钱拿出来一小部分作为小费就行了。"

这位朋友一听就笑了，回答："我有多少就赌多少，我能赌多久就赌多久！"我一听哈哈大笑，说道："我也会这样！"这就是固定指数年金能给你带来的好事，现在，固定指数年金不再只限于销售给年纪大而且很有钱的人了。

●固定指数年金没有年度管理费，没有销售手续费，也不会从你的账户上扣任何费用。

●你如果想要拥有一份有保障的终身收入，可以选择收入附加条款。你这样选择后，你就有两个账户互相竞争：一个是基本账户，股市上涨的年份，你的财富就会随之上涨，每年股票上涨的收益都会锁定，我们前面已经讲过了；还有一个是收入账户，你会享有一个有保障的收益率，或者有保障的收益率加上市场表现业绩所混合的收益率，具体条款取决于保险公司。对你有益的是，你将来得到的收入，按照在你决定需要拿到收入的时候，两个账户里面资产规模最大的那个账户来计算。

更重要的是，除了以上所有这些好处之外，科迪设法影响那些保险公司，删除了购买固定指数年金需要你先一次性大额支付一笔钱的要求。有了这个金融工具，无论你钱多钱少都能买。原来你需要先付2.5万美元或者5万美元才能购买这种固定指数年金，现在初始存款很低，只要300美元。你可以更加方便地投资这种固定指数年金，只要给你的银行账户设立一个每月自动扣款计划，你的财务自由基金每个月就会成长为一份"个人退休养老金"，将来给你带来一份稳定的终身收入。

即使你做的其他投资金额很小，甚至其他任何投资都没有，这个创新的固定指数年金产品，也可以成为你投资起步的最佳起点。为什么？因为这个产品给你分享股票市场指数上涨收益的机会，却不用你承担股市下行的亏损。你知道你存到里面的每一美元，都可以保证自己能得到一份终身收入流。你存的越多，将来能领到的收入也就越多，而且你是有保证的，你存进来的每一分钱都不会亏。

因为市面上有几千只年金产品，给出收入的范围也非常宽，所以科迪和他的团队建立了一个网站，名叫“终身收入”，来做年金投资者教育，让你提高投资选择和决策能力。它能够让你根据自己的具体情况，寻找和选择对你最合适的年金产品。

你访问终身收入网，只需要简单几步，就能让你快速又轻松地设立你的终身收入计划，只用几秒钟，你就能算出你的潜在收入是多少，你每个月能存进来的钱越多，晚年每月能够领到的收入就越多。不管你的年纪是多大，这个系统都能帮你找到最好的年金保险投资产品，让你得到最理想的稳定退休收入。所以不管你年纪轻，想要更加灵活、金额更小的月供，还是年纪较大，有一大笔钱正在找合适的长寿保险，这个系统都会指导你找到一个最佳收入解决方案。你可以选择多种方式，可以自己在线完成，可以打电话咨询专家，也可以直接联系你住的地方的年金顾问。终身收入网有一个专家库，在全美50个州有500多个年金专家。他们可以帮你免费评估和分析你手上现有的任何一只年金，你可以选择，是继续持有你手上的年金，还是把你的账户价值转移到另外一家保险公司，这种转移账户是免税的。

我前面说过，合适的终身收入产品是一个强有力的投资工具，和全天候投资组合可谓是双剑合璧，能让你天下无敌。终身收入网是堡垒投资理财顾问公司的独家年金供应商。所以如果年金只是你整体资产组合的一部分（或者只是你安全/安心水桶里的一部分投资），你也可以通过堡垒投资理财公司来购买这些年金产品。堡垒投资理财公司会帮你联系一位年金专家，为你提供咨询服务。

## 万里挑一的投资高手使用的工具

在7步通向财务自由的道路上，现在我们走完第5步了！我们现在不仅能像投资内行那样思考，我们还有了投资内行才会用的工具！只在第五部分，我们就从投资偶像瑞·达利欧那里学到了强有力的投资组合模型，历史数据证明，从1925年到现在每一个经济季节，这个投资组合都很有弹性，业绩持续表现很好且稳定。大多数人必须投资1亿美元才能得到瑞·达利欧的投资高见！我们在这里能够免费分享，实在是非常荣幸。我们可以很有信心

地认为，我们模仿着瑞·达利欧的投资组合模型去做自己的全天候投资组合，这一组合将会持续工作，而且过了很长一段时间之后，在任何环境下，它都会持续稳定地赚大钱。

我们已经学会如何正确地合理安排收入保险，就是年金保险，这样能给我们一份终身收入，让你不用为了养家糊口去工作赚钱。不仅如此，选择合适的固定指数年金。我们存到年金里的钱可以百分之百地分享股票市场指数的上行收益，而在市场下跌的时候可以避免承担任何亏损！这种固定指数年金完全可以进入安全/安心水桶，还能给你带来一份令人兴奋的潜在收益。你尽管有很多途径可以获得财务自由，但运用全天候投资组合偶尔来两次重拳出击，再加上你运用固定指数年金得到有保障的终身收入流的确定性，一攻一守，双剑合璧，这会是一个强有力的组合，让你一生无忧，收入安定不用愁，内心安宁又平静，一生一世乐悠悠。

你积累好了足够多的财富，还必须保住这些财富，为了自己也为了自己的孩子，赚钱难，守住你赚的钱更难。这些超级富豪想方设法地保住他们的财富，为此聘用了一帮资深、技能高超的投资理财顾问。那么他们是用什么人、用什么办法来保住自己的巨大财富的？我们将揭开这些超级富豪的秘密。

## 投资固定指数年金的常见问题

下面列了几个常见问题，人们了解固定指数年金的时候经常会问：

万一我早逝了怎么办？

如果你死了，还没有开始领取年金带来的收入，你的整个账户余额会留给你的继承人。这是传统收入年金的一个巨大好处。如果你决定开始领取你的年金收入，只需要打个电话就行，但这样开始领取年金收入之后，并不是把你的整个账户价值都交到保险公司手里，从此这些钱都不是你的了。你的继承人还能够得到你的年金账户余额，只不过要扣掉你到那个时点已经领取的年金收入。

我如果急需用钱，能把年金里面的钱取出来吗？

大多数固定指数年金，都允许你提现一部分，最多是账户余额的10%~15%，无须支付任何罚金或者退保手续费。请记住，在美国，如果你是在59岁之前提现，只要任何投资的投资增值可以得到税收递延，美国国家税务局就会收取你10%的罚金，这是标准做法。如果你需要把你年金保险里所有的钱都取回来，你可以把这份年金保险退保，把你的本金都取出来，以及所有的投资增值。不过这样全部提现就是退保，保险公司要收退保手续费，具体金额取决于你持有年金保险的时长。退保手续费其实是自己强加给自己的一种惩罚，因为你提前把你的钱拿回来了。典型的时间

安排是，退保手续费起点是10%，然后每年降低1%，直到最终达到0%。所以，如果你已经持有年金保险5年，这时要退保，取回你所有的钱，你需要交纳5%的退保手续费。退保时间越早，手续费越高。所以，所有投资到年金保险这个工具上的资金，你都应该当成长期投资的资金来考虑。

固定指数年金内部有什么收费？

你的账户不会扣除任何年度管理费，不过，如果你选择了有保障的终身收入附加条款，这种安排所收取的年度费用在0.75%~1.25%，具体比例取决于保险公司。

我可以把我个人退休金账户里面的钱放到年金里吗？

是的，你可以用你的个人退休金账户或者罗斯个人退休金账户里的钱来投资年金，也可以用税后的钱（这些钱已经交过所得税了），来投资年金。这种情景，也被称为合格或者不合格的资金，这两种资金都可以用来投资年金。

我的账户价值增长有上限吗？如果有的话，上限是怎么规定的？

上限（天花板）是指你能从股市涨幅中保留的最高收益率，一般和利率挂钩。利率越高，收益率上限就越高，反过来也是如此。有些新型固定指数年金产品提供100%的上行收益，没有分享收益率的上限，但是它们要收取一笔小小的差价，也就是说要分享你的上行收益利润或者投资收益。例如，如果股市上涨了10%，你也许可以得到8.75%的投资收益，计入你的账户价值，也就是说保险公司从你10%的收益里分走了1.25%。但是如果市场下跌了，保险公司一分钱也不会拿走，你也不会亏损任何一分钱，我喜欢这种没有上限的投资策略，因为它能在当年让你有机会得到最多的上行收益。

与我的账户挂钩的市场指数是什么？

最流行的股票指数是标准普尔500指数。现在经常会有新的指数加入进来，例如有些账户可以挂钩巴克莱动态平衡指数（股票和债券混合）或者摩根士丹利动态配置指数（12个不同的板块混合在一起），有些指数甚至是大宗商品指数。

什么因素能决定我得到的收入？

你的年金缴费额、在你决定开始领取收入之前等待的时间、你开始领取收入时的年龄，这三个主要因素将会最终决定你能够领到的收入有多少。基本上，每月缴费越多，以后领到的收入越多；前面等待的时间越长，你的年金本金投资增值的时间越长，你以后领取的收入也就越多；你开始领取收入时年纪越小，将来领取收入的年头就越长，自然领取的收入总额就越多。不过影响最大的因素是你选择的产品，每个年金保险合同所提供的有保障收入的数量都是不同的，所以在你扣动扳机决定购买年金之前，务必

要弄明白这一点，这很重要。

固定指数年金投资怎么交税？

你的固定指数年金的投资增值是可以税收递延的。当你开始领取年金收入之后，你领取到的终身收入要交纳普通收入所得税。因为政府让你享受税收递延的优惠，所以你在年满59岁之前，把钱从年金里面拿出来，就要交纳罚金。如果你是通过罗斯个人退休金账户来持有固定指数年金的，那么不管是你的投资收益，还是以后领取的年金收入，你都不用交税。

投资固定指数年金，你可以避免所有股市暴跌的重大打击：投资固定指数年金最大的好处是，能够得到上行收益，却没有下行风险，这样的好处简直太强大有力了。你只有回头看看美国股市大崩盘的历史，才能真正明白。股市的特点是，跌起来很快，但涨回来很慢。你看看市场需要多久才能重新回到原位，投资者需要多长时间才能重新回本，时间漫长得会让你震惊。看看下面这些股票市场崩盘的历史知识，记住，有了这种固定指数年金，你的投资只会涨不会跌，所有的股市上涨收益你都可以得到，而且你可以避免所有这些股市暴跌带来的巨大亏损。

1901—1903年

- 道琼斯指数下跌46%
- 1905年7月恢复
- 恢复时间：2年

1906—1907年

- 道琼斯指数下跌49%
- 1916年9月恢复
- 恢复时间：9年

1916—1917年

- 道琼斯指数下跌40%
- 1919年11月恢复
- 恢复时间：2年

1919—1921年

- 道琼斯指数下跌47%
- 1924年11月恢复
- 恢复时间：3年

1929—1932年

●道琼斯指数下跌89%

●1954年11月恢复

●恢复时间：22年

1939—1942年

●道琼斯指数下跌40%

●1945年1月恢复

●恢复时间：3年

1973—1974年

●道琼斯指数下跌45%

●1982年12月恢复

●恢复时间：8年

2000—2002年

●道琼斯指数下跌36%

●2006年9月恢复

●恢复时间：4年

2008—2009年

●道琼斯指数下跌52%

●2011年4月恢复

●恢复时间：2年

---

[1]即期年金收入的有效税率，取决于美国税务局所定的豁免比例，你的收入给付的一部分，属于你的本金产生的收益，因此这部分可以豁免纳税。

[2]很明显，如果我开始领取年金收入的时间提早，比如65岁或70岁，那么肯定没有我等到85岁才开始领取的收入多。

[3]记住，有保险公司的保障，还有政府的保险保障。

[4]不同的产品参与分享的比例和上限不同。

# 第30章 超级富豪的秘密（你也可以用）

那些超级富豪都把它看成圈里人的秘密：投资方式合法合规……只不过投资收益都不用交税。

——《纽约时报》（2011年2月9日）

## 寿险的新世界纪录

2014年年初，吉尼斯世界纪录大全宣布，一个新的世界纪录诞生了，这并不是什么世界第一高人，而是一个大部分人没有注意到的世界纪录：

神秘的亿万富翁购买2.01亿美元的人寿保单，这打破了历史纪录。

为什么这个亿万富翁要买这么大的人寿保险？即使他提前离开人世，他有那么多钱，他的孩子也一样会过得很好。是不是媒体没有抓住重点？不管你信还是不信，那些超级富豪确实购买了天文数字般的人寿保险，但是买得最多的并不是那些亿万富豪，最大的买家是银行和大企业，从沃尔玛到富国银行，都大买人寿险。例如富国银行的资产负债表显示，其一级资本中存到人寿保险上的现金价值为187亿美元（截至2014年5月27日）。要知道，一级资本可是一家银行的财务实力的核心衡量指标！与媒体所说的相反，大公司、大银行和超级富豪大买人寿保险，并不是想从任何人的死亡中获利。他们真正想要的是，找个地方来存放他们的现金。作为一种美国税务局批准的工具，那里允许他们的投资增值免于纳税。这听起来太好了，简直不像是真的。事实上，这在税收待遇上非常像罗斯个人退休金账户。你赚到的钱（收入），交了所得税，但是一旦你把这些纳过税的资金放到一个特殊类型的人寿保险里，美国税务局就同意，这笔投资以后的增值就不用再交所得税了，如果结构安排正确（后面详述），当你从保单里把钱拿出来的时候，你也不用交税。所以尽管这是人寿保险，却不是你死了才能赚钱，而实际上它是精心设计的，在你活着的时候用来从中获利的。

这种特殊的人寿保单，对于亿万富翁和世界上最大的公司来说，再好不过了；对于我们这些普通人来说，也可能是再好不过了。让我们仔细研究一下，看看如何利用这种强大有力的避税工具，来加快我们的财富积累速度，提早实现财务自由。

## 富人的免税账户

后面要讲的策略属于私募人寿保险，《纽约时报》称之为富人的秘密，这个说法非常贴切。这个工具就是我认识的两位超级富豪推荐给我的，但是你并非一定要是超级富豪才能利用这种工具的优势。很多高收入人士，包括医生、律师、小企业主，也会从后面我们要讲的人寿保险投资知识中发现巨大的应用价值，但是那些只有几千美元闲钱的普通人将会学到如何创造一个类似版本的投资结构，给你提供同样的好处。所有人都可以得到以下令人震惊的好处：

●存入资金数量没有限制（没有最高收入限制）

●投资增值不用交税

●提现不用交税（前提是结构安排正确）

●留给你的继承人的所有钱都不用交税

我们不要觉得这个工具是一种很酷的策略，就一带而过。这本质上是把你的一部分或者全部养老金从税收体制中全部挪走了！这样一安排，你以后的投资增值再也不用交税了，你以后的投资取现再也不用交税了。这正是媒体为什么称私募人寿保险是富人的“免税投资账户”。好好思考一下登在《华尔街日报》上的那篇文章《如何创造一份养老金》中的一段话：

最主要的吸引力：因为你持有的投资外面包装了一层人寿保险，所以保险里面实现的投资收益可以免缴收入所得税，直到你死后才用纳税。另外，保险持有人可以拿到他们的钱，就在他们活着的时候，可以提前取现，也可以用保险贷款，完全免税，具体数额取决于保险的产品结构设计……这种人寿保险销售大幅增长，一个很大的原因是，最近几年，美国国税局发布了一系列的规章制度，里面说得很清楚，私人订制的人寿保险和年金，哪些允许免税，哪些不允许免税。相应地，这消除了保险公司和投资者之间的不确定性。

把税收从投资等式中拿出来之后，你的财富积累速度会大大加快，让你能比计划提前好多年到达你的财富关键规模目标和财务独立所需的财富目标。你再也不用担心，你赚的钱究竟有多少是你可以花的，因为税务局的人会先把你的苹果咬一大口，事实上，想知道你未来真正需要多少钱才够，面临的一个最大的困难就是，你不知道你未来要交税的税率会是多少。记住，税收很容易就会提高，突然之间，所得税提高了，自然你的可消费收入就减少了。如果你做投资理财规划的时候，用的是50%的所得税税率，但是到了你预计的将来，对富人征收的税率提高到了70%，或者现在你的所得税率是30%，到你预计的未来，你这样的收入等级的所得税税率提高到了50%，那么原来你做的投资理财规划的收益，在税率提高后，

你实际拿到手的钱就达不到你财务自由的目标了。

我们来看一个案例，你如何运用这种工具，只用原来计划的一半时间实现财务安全或者财务独立，抑或是你保持同样长的投资期限，最后你真正到手可以随意消费的资金数量增加1倍？

如果你是一个高收入人士，就像医生、牙医、律师、小企业主，你很幸运，每年税前收入能达到25万美元。收入高，所得税也高，意味着交过所得税之后，假定联邦所得税和州所得税的合计税率为50%，你能拿到手的税后净收入只剩下12.5万美元。你一年正好需要12.5万美元，才够维持你现在的生活方式，挣的越多，花的越多。这12.5万美元就是你每年的全部可消费收入。传统的投资理财规划是，你需要积累的财富是你现有年收入的20倍，也就是说，你的关键规模必须达到500万美元，才能产生25万美元的税前收入（假定提现比例为5%）。如果国家不要求你交税，那么你需要的实际年收入是12.5万美元。你实际上只需要积累12.5万美元的20倍，或者说，在现在这种结构安排下，总的关键财富规模只需要250万美元就够了。这意味着你到达你的财富目标的速度快了50%，或者说，你用同样的时间到达你原定的财富规模目标，这让你得到的可消费收入增加了1倍。

如果你收入不高，一年只能赚到5万美元，你会说："那又怎样？这种人寿保险难道不是只对那些有钱人有好处吗？"别着急，你先听我讲富人怎么利用这种人寿保险来避税的。接下来，我会讲普通收入阶层也能利用这种人寿保险来避税，加快财富积累，让你实现财务目标的时间加快30%~50%，而且所有这些避税的产品都能得到美国税务局的支持，就像支持401（k）计划或者罗斯计划一样。

## 人寿保险贵吗？

我的律师第一次跟我谈到私募人寿保险时，我一听就觉得非常反感。跟大多数人一样，过去碰到太多人向我推销昂贵的"零售"人寿保险了，我再也不想让那些卖保险的家伙欺骗我了。

我的这位律师接着解释道："托尼，这并不是那种你平时经常见到的零售人寿保险。那种见人就推销人寿保险的推销员，发型做得很帅，开着一辆金色的劳斯莱斯，但是你从他那里根本买不到这种人寿保险。这是一种机构定价的保单，没有佣金，没有退保手续费，也没有你遇到的那些零售代理人碰到你时讲的那一大堆废话。你可以把这种人寿保险想象成只是在外面包了一层'保险的皮'，其实你买的是一个用来放置你投资的地方，你放到这里的所有投资都可以合法地避税，只要在这层保险的包装里面就行。这种人寿保险里的资金可以投资到各种各样的基金，你的投资增值不用交

税，如果我们操作正确的话，你从保险里提出来的现金也不用交税。”

## 免税复利增长

复利增长的时间长了，这种私募人寿保险带来的好处会大得惊人。我们来看一个案例，两个保单投资相同，只不过一个包装在这种私募人寿保险里面，不用交税，另外一个就是标准的做法，每年要交税。

假设一个健康的男性，现在45周岁，每年存入25万美元，连存4年，累计存入100万美元，如果他能得到10%的投资收益率，而且必须年年交税，那么过了40年，他的账户余额总额会是700万美元。还不错，是吧？但是如果他把投资包装进一个私募人寿保险，相对而言他只是支付一笔很小的费用作为保单的费用，他的最终账户余额（保单现金价值）超过3000万美元！同样的投资策略，他实际拿到自己手里的钱高了4倍（400%），这样他和他的家人能够花的钱就多了4倍，关键在于他能运用税法来合理避税。（请记住，对投资管理有非常严格的法律法规约束，必须由一个第三方投资专业人士来投资操作，而不能由保单持有人自己操作。）

顺便说一下同样强大有力的好处，甚至也可以被用在规模更小的投资上，它就是不用交税的复利增长！但是接下来我想知道，我若想取出保单里的钱，该怎么办。

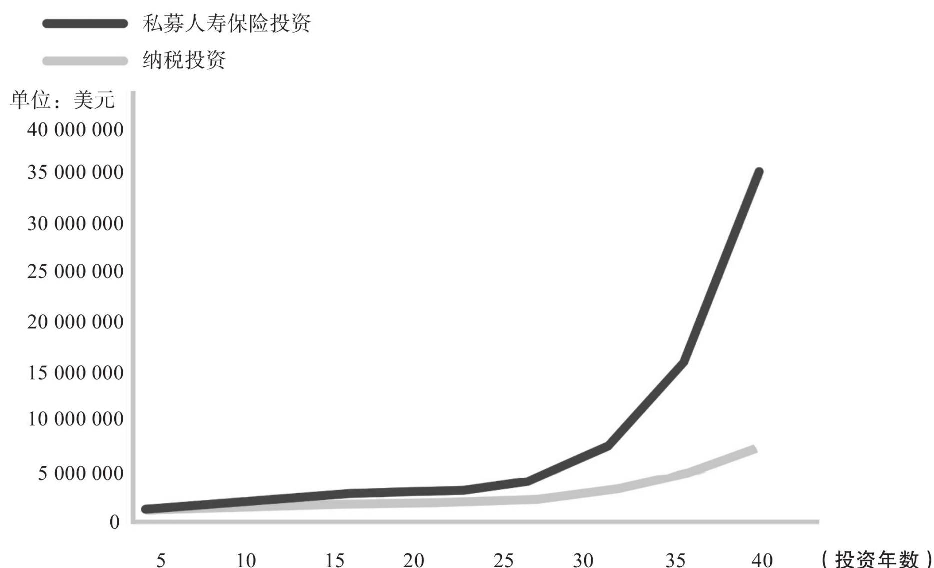



图30–1

## 把保险里的钱取出来

私募人寿保险的威力在于，你不需要担心将来的税率是多少，在你一生投资的过程中，只要是在这个保险里的投资产生的收益，你就不用纳税，钱全都是你自己的。但是如果你需要现金呢？那么就像政府批准享受税收递延优惠的其他投资工具一样，提现就必须交税，但是你有权力从你的保险里借钱，换句话说，你可以打电话给保险公司得到一笔现金，相当于你的保险现金价值，但是从法律上讲它是一笔贷款，这笔贷款是不用交税的。到了你选定的还款日期，你可以归还贷款，你如果去世了，就用人寿保险的分红来归还贷款。这是合法的贷款，它确实能让你拿到现金。还有没有别的巨大好处？人寿保险受益人得到的死亡赔付款是免税的，所以你的孩子收到这些赔付款的时候不用交税。

## 你有资格吗？

要购买私募人寿保险，和购买私募基金一样，你必须是他们所说的合格投资者[1]，而且一般要求每年最低存入年金25万美元，至少要连存4年。不过，还有一个版本的私募人寿保险，现在哪怕你只有几千美元也可以投资。美国教师退休基金会是1918年由当时很有远见的安德鲁·卡内基设立的，目标是服务教师，而不是为了给公司或者给股东带来利润。现在美国退休教师基金会也给公众提供金融服务，但是这个基金会独一无二的非营利结构允许其提供人寿保险产品，既不收销售手续费，也不收退保手续费。在这样的保险里面的资金投资选择包括低成本的指数基金，这些基金完全符合本书里很多投资专家给我们的投资建议。税收上的好处和我们前面了解到的私募人寿保险没有什么不同。记住，作为一个无手续费也无佣金的保险产品，根本没有保险代理人会敲你们家的门来推销这种产品，所以你需要访问基金会的网站，自己动手购买或者找一个受托人理财顾问来帮助指导你买一份保险。

作为受托人，你的代表不能收取佣金。如果他在这方面很有技巧，而且完全了解如何设置这样一个有税收效率的策略，他就能为你提供优质的服务。基于你现在的税率，这种人寿保险能帮助你更早地实现你的财务目标，时间会提前30%～50%，没有任何附加的风险。当然，如果你是堡垒投资理财公司的客户，我们会有一个团队来为你安排所有这些细节。

## 亿万富翁战术手册

我们一起走了这么长的投资旅程！我们和瑞·达利欧一起征服了丛林，学到了如何设计一个投资组合，安度所有经济季节，为你持续提供平稳的收入接近75年之久。我们学会了如何创造一个有保障的终身收入计划，能够获

得上行收益，而且没有下行风险，使用的工具就是收入保险。在这个部分的最后，我们了解了一个非常少见的无佣金人寿保险，它能给我们带来等同于罗斯账户的免税好处，却没有收入和缴费金额的限制。现在是时候得到机会——礼物了，让你能够坐下来直接向一些投资世界最优秀的大师学习，倾听他们的心声，了解是什么把他们塑造成现在这个样子的。他们会告诉自己的孩子什么东西，来教育孩子成为一个成功的投资者？现在让我们翻到下一部分，跟大师面对面。

## 生前信托

还有一点要讲一下，它很简短，但是很重要。那些富豪都费尽心机做好投资理财规划来保护他们的家庭。有些特别简单的事情，你一做就能保护好你的家庭，其中之一就是建立一个可撤销的生前信托。用生前信托来持有你的核心资产，包括你的房子、证券交易账户和你的交易账户等，最大的好处就是，一旦你去世了，这些财产可以避免法庭认证。法庭认证要走一套程序，成本高且时间长，让法庭盘点你的财产（每样东西都要做成公开记录）。但是和遗嘱不一样，生前信托也可以在你活着的时候保护你和你的家人。如果你生病了或者没有行为能力了，你可以在生前信托里面加入一个无行为能力条款，允许某人做继任受托人，处理你的账单和其他事务。但是不要听信那些专家说一个生存信托要花费好几千美元，你可以在网上得到一个免费的模板文件。香奈儿·雷诺兹就创办了这样一个非营利网站，那是在她丈夫骑自行车时因交通事故死亡之后，她想确保没有人再次经历这种毫无准备的痛苦经历。

我在这时特意附上生前信托这个提醒，是因为即使本书的目的并不是要成为一个遗产规划工具，我们也都要承担一个重要的责任，就是不管我们积累的财富是什么样的，不管这些财富是大还是小，都要确保我们的家人能从中受益，不会陷在一个法律程序里，让它吸干我们要留给继承人的礼物。如果你已经积累了一些财富，请寻找高质量的帮助，帮你做好遗产规划。不要再等了，马上设立一个生前信托。每个人都需要设立一个生前信托。

---

[1]要有资格购买私募人寿保险，你必须成为一个合格投资者。这意味着你的财富净值至少要有100万美元（不包括你的主要住所的价值在内），或者你最近两年每年至少要有20万美元的收入（或者你和你的配偶合计每年收入为30万美元）。

# 第六部分 像万里挑一的大师那样投资：亿万富翁战术手册

## 第31章 顶级大师面对面

色不过五，五色之变，不可胜观也。

——《孙子兵法》

4年之前，我开始了一趟奇妙的投资理财取经旅程，想要为像你这样的个人投资者寻找一种投资之道，让你能控制好你的金钱。现在的美国这套金融体系好像受到操纵，对个人投资者很不利。我立志要去拜访最有见识也最有影响力的世界顶级投资理财专家，从他们那里取回投资理财真经，带给你最好也最有用的投资理财知识、经验和信息。多么不可思议的投资理财取经之旅啊！在这4年的取经路上，我采访了50多位世界顶级投资理财大师，包括白手起家的亿万富翁、诺贝尔经济学奖获得者、畅销书作家、教授、金融界传奇人物。我问他们的问题，换作你和我一起跟这些大师面对面，你肯定也会问这些大师同样的问题。例如：

●你在投资上的竞争优势是什么？是什么让你与众不同？你有哪些深刻的见解让你在市场上笑傲风云一个十年又一个十年？

●个人投资者参加投资这个游戏还能赢吗？在今天经济发展波动性这么大的环境下，个人投资者怎样投资才能长期赚到大钱？

●从全世界来看，个人投资者面临的最大挑战是什么？对于今天的投资者来说，最大的投资机会又是什么？

还有一个也许是所有问题中最重要的问题：

如果你一分钱都不能留给你的孩子，只能传给他们一个投资组合或者一套投资理财的基本原则，以帮助他们发展，那会是什么？

同样的问题，这些世界投资理财顶级大师会给出不同的回答，有些让我兴奋，有些让我震惊，有些让我哈哈大笑，有些让我感动落泪。这些东西是大学教育给不了你的，你无法想象。这些大师的回答，都是真刀真枪一线实战多年的经验之谈，都不是从书本上学来的，他们的一句话能胜过上百篇博士论文。实践出真知。发自肺腑的东西，你到哪里去找？我拜访的这

些投资理财界的顶级大师，能够影响市场的重大变动，能够影响经济的重大发展，在投资理财上，他们是教授，我只是小学生。能这样一对一地上课，我是多么荣幸。

我的使命是，把这50多位投资理财世界顶级大师的高见融会贯通，取其精华，整合成一个协调统一又简单易行的7步投资理财路线图。你可以实践应用，从你现在的财富水平起步，达到你真正想要实现的目标财富水平。

我真希望能把这些大师告诉我的东西全都告诉你，可惜本书已经太厚了，实在放不下更多内容了。不过这些大师表达的东西都记录在这一部分的内容里了，有的是直接引用，有的不是。我和这些大师交流的时间，有的长，有的短。交流时间最长的是保罗·都铎·琼斯，我们认识超过20年了，他是我的好朋友，也是我的客户，所以经常见面交流。交流时间最短的是沃伦·巴菲特，非正式见面只有20分钟，当时我们正在录《今日秀》节目，中间在休息室里休息，我见缝插针，抓住机会，和他进行了一段简短的对话。

大多数访谈都是事先安排好的，计划一个小时，甚至更短时间，但是后来很多都变成3～4个小时了。为什么？因为每一个金融界的大腕儿，看到我来拜访他们不是为了问一些很浅薄的问题，都会很有兴趣地和我更加深入地交流。我的使命是服务亿万名个人投资者，这打动了那些大师。这些金融界大腕儿的时间都非常宝贵，他们能够主动延长访谈的时间，真是令我无比感动。

我和这些大师交谈的内容极为分散。我非常荣幸能够把全世界最杰出的投资理财大师聚到一起。有一次，两位大师不期而遇，这非常有趣。那是我在爱达荷州太阳谷举办的投资理财大会上。我在台上访问劳伦斯·萨默斯，他是美国财政部前任部长、美国经济委员会主任，在经济危机期间他还担任了美国总统奥巴马的顾问。我们谈的问题是，美国政府已经做了哪些事，还需要再做哪些事，才能重振美国经济。《福布斯》杂志发行人、共和党前总统候选人史蒂夫·福布斯一直认真地听萨默斯讲，然后他举起手提了一个问题：你能想象大师之间思想碰撞的那种火花吗？

另一次是卡尔·伊坎和约翰·博格两位大师的相遇：我知道卡尔·伊坎一直是约翰·博格的粉丝，他想见偶像有好多年了，可是一直没有见到。我很荣幸能从中间牵线搭桥，让两位投资巨头聚到一起。这两位大师加在一起，有超过100年的投资经验。约翰·博格邀请我俩和他一起交流，可惜我当时人在国外。要是两位大师在面对面交谈的时候，我能像只苍蝇一样一直贴在墙上，躲在旁边静静地倾听，那该有多棒啊！

最疯狂的是，我跟这些专家单独交流，很多都是三四个小时，谈的内容很

多、很广，平均每次的访谈记录有75页。要是把所有访谈内容都写进来的话，只这一部分就超过900页了。可是，你会看到本书里每一次访谈只有5~10页的内容。而且我从50多位大师的访谈中，只精选出了11位大师的访谈，呈现的也只是其中的精华内容。对了，11位大师的访谈，还要再加上另一位大师，这是特别的福利。尽管他已经离开人世，我却永远不能忘记那次对约翰·邓普顿爵士的访谈，他是有史以来最伟大的投资者，也是一个具有非凡灵魂的人。

就像所有专家一样，后面你会了解到这些投资理财大师的看法也各不相同。对不久的将来的看法，这些大师的观点各不相同；对什么是他们最喜欢的投资工具，这些大师的看法也各有不同。有些人是短线交易者，有些人喜欢长期持有；有些人认为指数基金是投资的阳光大道，有些人却说做套利交易才能赚到更多的钱。尽管他们有时候在具体操作策略上各自有不同的看法，但是我们应该向全部这些大师鼓掌、致敬，他们尽管走的路往往各不相同，但是最后都到达了相同的目标。俗话说得好，条条大路通罗马。

有一点是确定无疑的，这些投资理财大师也都是伟大的领导者。比如，卓越非凡的玛丽·卡拉汉·厄道斯女士，她是摩根资产管理公司的首席执行官，领导着22000名金融专业人士，其中包括一些全世界最优秀的投资经理，他们管理资产规模高达2.5万亿美元，数目大得惊人。再比如查尔斯·施瓦布，他改变了整个证券经纪行业，靠的是他痴迷于服务个人投资者和保护个人投资者，他创立的嘉信理财公司迅速发展壮大，现在有820个客户交易账户，资产规模达2.38万亿美元，在全世界有300个分支机构。

下面的内容会展示给你，在我们生活的这个世界里，有很多办法可以让你赢得投资比赛，有很多办法可以让你在投资理财上获得成功，让你变得富有。尽管这些投资理财界的传奇人物每个人都有不同的投资方式，但我发现，他们至少有以下4个共同点：

第一，不要亏钱。所有的投资理财者，尽管驱动他们的是获得非凡的投资业绩，但他们更加痴迷于如何确定自己不会亏钱。即使是最伟大的对冲基金经理也是如此。你可能认为他们会从容自在地承受巨大的风险，实际上他们像激光一样专注于保护自己，避免自己承受下行风险。从瑞·达利欧到凯尔·巴斯，再到保罗·都铎·琼斯，三大超级明星对冲基金经理都信奉这一条投资原则：只要你不亏钱，你就能活下来，第二天继续战斗。正如保罗·都铎·琼斯所说的：“我非常关心如何赚到钱。我想知道，我不会亏钱……我觉得最重要的事情是防守，防守要比进攻重要10倍。你必须非常关注下行风险，任何时候都要这样。”这句话来自一位帮助他的客户连续28年赚钱的人。不要亏钱，听起来很简单，但是我再强调也不会过分。为什么？如果你亏了50%，那你就需要再赚100%才能回本，还要赔上你永远也赚

不回来的东西——时间。

第二，冒小风险赚大钱。大多数投资人都想找到一种方法获得“良好的”回报，但这些投资大师，无一例外，寻找的是完全不同的东西——本垒打，他们活着就是为了找到这样的绝好投资机会：冒小风险赚大钱。他们称之为风险—收益不对称。

你会注意到，约翰·邓普顿爵士冒小风险追求大收益的投资之道，不靠跟随市场买入，而靠等待，一直等待，像18世纪英国贵族巴隆·罗斯柴尔德所说的：“大街上血流成河的时候，每个人都绝望地想要全部卖出。这个时候你可能拣到最好的便宜货。”保罗·都铎·琼斯追随市场趋势，但是正如他在接受我的访谈时所说的，他不会出手投资，直到他找到机会，每承受损失1美元的风险，就有可能得到至少5美元的收益。他说：你去读10万美元的工商管理硕士课程，都不如记住这一句话！听听凯尔·巴斯的访谈，听他说的东西，你会学到他如何寻找投资机会，只承受3%的风险，追求100%的收益，以及他如何充分利用那场胜利，扩大增值超过600%的收益。

第三，预测和分散。在最好的预测中寻找最好的预测，寻找获得风险—收益不对称的投资机会。他们一直在踏踏实实地做研究功课，直到直觉告诉自己“就是它”，才会出手，否则他们就不会出手。为了保护自己，他们分散投资，提前准备，预防失败。最终，所有伟大的投资者都必须做出投资决策，而他们决策所能用的信息永远都是有限的。我访问了凯尔·巴斯以前的合伙人马克·赫德，他告诉我：“很多非常聪明、杰出的人，在投资上却做得非常糟糕。原因是他们没有能力只用手上有限的信息做出良好的投资决策。等到你得到了所有的信息，所有人就都知道了，你就不再有优势了。”布恩·皮肯斯打的比方很巧妙：“很多人说，‘准备好了吗？瞄准！瞄准！……’但他们从来没有开火。”

第四，永不停歇。大多数人会想，这些投资理财大师已经非常有成就了，从此什么事都不用做，事实完全相反，这些大师要做的事情永远都做不完！这些大师学习不停歇，赚钱不停歇，成长进步不停歇，给予不停歇！不管他们已经持续做得多么好，他们从来没有失去饥饿感，正是这种力量释放了人类的天赋。大多数人都会这么想：“要是我有那么多钱，我肯定什么也不干了。为什么还要继续工作，那么累干吗？”因为每个大师都相信，在自己灵魂的某个地方，“那些多得的，神亦会向他们多要”。不过他们的劳动就是他们的挚爱。

就像这些投资理财大师投资方式各有不同一样，他们回馈社会的方式也各不相同，他们分享自己的时间、分享自己的钱、创立慈善基金会给他人投资，他们每一个人都认识到，生命的真正意义在于给予。他们感受到自己有责任用上天给他们的天赋来服务世人。正如温斯顿·丘吉尔所说的：我们

靠自己得到的东西来生存，但是我们靠自己给予的东西来生活。“把这些大师紧密相连在一起的是终极真理：生命并不仅是你所拥有的东西，生命更重要的是你所给予的东西。”

这一部分接下来要讲的是亿万富翁投资战术手册——如何帮助你成为水平更高的投资人。阅读这份亿万富翁投资战术手册，就相当于你坐在我身边，跟我一起采访金融投资界12个最强大脑，启发你的投资智慧，让你找到自己通向财务自由的路。聆听这些投资大师讲述自己的故事，如何在他们各自所有的细分投资领域里，成为业内冠军，树立自己的名号，你可以从他们那里学到智慧，得到启迪，逐渐懂得如何像他们那样始终保持警觉，准备好应对可能发生的任何情况。你会学到一些投资策略，让你能够做好准备应对所有投资季节，不管是通货膨胀还是通货紧缩，不管是战争时期还是和平时期。正如约翰·博格所说的：“不管是痛苦的时候还是欢乐的时候，你都有了妥善准备。”

# 第32章 卡尔·伊坎：宇宙主宰



华尔街上最让人害怕的人

问：什么时候发一条微博能价值170亿美元？

答：卡尔·伊坎发微博说，苹果公司的股票被低估了，他宣布自己正在买入苹果股票。

2013年夏，卡尔·伊坎发了这条微博，之后不到一个小时，苹果股价跃升0.19%。股票市场明白这条微博背后的意思：什么时候这个身家百亿的投资家对一家公司的股票有兴趣，那时就是你买入的好时机。4个月后，《时代》杂志把卡尔·伊坎作为封面人物，标题是《宇宙主宰》。这名号封得有些大了。文章里面说他是“美国最重量级的投资人”。这话说得对。在过去40年里，卡尔·伊坎的公司赚的钱要比另一位投资大师沃伦·巴菲特的公司高出50%。《吉普林》个人理财杂志上有篇文章分析道，尽管大多数人都认为巴菲特的长期投资业绩是最好的，但是如果你在1968年投资卡尔·伊坎控股的公司，到2013年，你持有45年得到的复利年化收益率为31%，而沃伦·巴菲特控股的公司伯克希尔–哈撒韦公司的同期年化收益率“只有”20%。

卡尔·伊坎高超的投资和经营技巧让他成为世界上最富有的人之一，根据最新一期《福布斯》400富豪排行榜，他排名第27，个人财富净值超过230亿美元，他给伊坎公司的股东的钱更多。伊坎公司在纳斯达克上市，股票代码是IEP，是一家多元化的控股公司。持有伊坎公司的股票，就能跟着卡尔·伊坎这位投资大师赚大钱，或者去买卡尔·伊坎盯上的要收购公司的股票，它们往往后来会大涨，也能让你赚到很多钱。卡尔·伊坎投资成功的秘诀是什么？即使是他的批评者也会告诉你，卡尔·伊坎不仅是寻找机会，他还制造机会。

但是大多数投资外行仍旧把他看作华尔街上的秃鹫，一个残酷无情的资本家，袭击并购上市公司，大肆掠夺，肥了自己的腰包。你在谷歌上搜索“公司袭击者”，卡尔·伊坎的名字便会自动出现在搜索框里。

但是，卡尔·伊坎是在挑战传统的腐朽观念。卡尔·伊坎把自己看作一个“股东维权者”，这是什么意思？“我们购买股票，进入上市公司，告诉管理者真相：你们并没有创造出股东应得的价值。”他告诉我。他说，他痴迷的事情是让上市公司停止虐待股票，为此要改善公司管理，加强公司问责，这样做能让美国公司更加强大，从而让美国经济更加强大。

《纽约时报》这样描述他：“威逼公司董事会做决策，积累控制公司的实力，大力推动公司进行改革，这让卡尔·伊坎建立了数十亿美元的财富，但在上市公司高管中激起了一片恐惧，同时在这个过程中，此举在追随他的众多投资者中也激起了一片崇拜。”

卡尔·伊坎大量买进投资过多或者业绩低于预期水平的上市公司股票，然后提醒公司董事会和高管注意，现在该加快前进速度好好表现了，否则他们

就要面对争夺董事会控制权的战争。

他把自己看作一个斗士，那些高管运用上市公司的宝贵资源，肥了自己的腰包，而让股东们为此付出代价，他就是要跟这些吃里爬外的高管斗。“托尼，那些股东根本不知道他们吃了这些高管的大亏。”卡尔·伊坎对我说，再加上一般投资者根本不知道，在董事会关上门的背后，那些高管滥用股东赋予的权力，做出的决策是损害股东利益的。但是，有一部分原因是股东并不认为他们有能力改变现状，因为他们并不像企业所有人一样思考。可是卡尔·伊坎知道杠杆的巨大力量，而且他并不害怕使用杠杆。

有些上市公司董事会采取的行动会惹怒卡尔·伊坎，其中的一个例子是他猛烈地批评可口可乐公司。这是因为可口可乐公司决定，折价发行价值240亿美元的新股，但这样会稀释公司的股票价值。为什么要这样做？为了筹集巨资对公司高管进行股权激励，这将会削弱普通投资者的退休金投资收益，其中包括教师和消防员，因为很多人都在退休金投资组合里持有可口可乐公司的股票。

卡尔·伊坎在《巴伦周刊》上写了一篇评论文章，猛烈抨击可口可乐公司这项股票发行计划，而且批评沃伦·巴菲特没有投票反对公司这个举动，因为巴菲特控股的伯克希尔–哈撒韦公司是可口可乐公司的最大股东，巴菲特也是可口可乐公司董事会成员。“太多董事会成员都把董事会当作大学生联谊会或者俱乐部了，在那里你一定不要批评别人。”卡尔·伊坎写道，“正是这种不得罪人的态度助长了管理层的平庸。”

巴菲特回应道，他放弃了投票，但他是反对这个计划的，他已经平静地跟管理层谈过了，付给管理层的股权激励过高，应该降低，但是巴菲特在这个问题上不想和可口可乐公司“开战”。

相反，卡尔·伊坎随时准备开战，他已经多次在战壕里和很多公司开战了。这些公司的范围很广，包括美国钢铁公司、高乐士、亿贝、戴尔、雅虎。但是这一次不同，不是卡尔·伊坎，而是一个年轻的基金经理，名字叫戴维·温特斯，他正在买入股票，然后众人开始控告可口可乐公司管理层。由于看不惯付给首席执行官的薪酬过高的现象，新一代“维权投资者”接过了卡尔·伊坎的枪，要把他几十年前发起的战斗继续打下去。

自然而然地，卡尔·伊坎也惹怒了一大帮企业大佬，他的这些敌人在媒体上有很大的影响力。所以，你经常可以听到媒体对卡尔·伊坎的批评，说他干这事只是为了钱，或者说他“先建仓后推高股价再压低股价出货”，以牺牲公司的长远目标来换取短期的盈利，但是卡尔·伊坎指出，这种说法简直荒谬可笑，因为他经常持有股票很长时间，比大家认为的要长得多，有的时候持有时间长达10年、15年，甚至30年。他获得一家上市公司的控制权

之后，这家公司的市场价值会持续上涨好多年，甚至在他抛掉股票离场之后依然如此。这种说法得到了研究证实，哈佛商学院的教授卢西恩·拜伯切克做了一项调查研究，分析了2000个股东的维权行动，时间从1994年到2007年共14年，分析得出的研究结论是："股东维权者介入之后，公司经营业绩得到改善。"这项研究还发现，股东维权不但没有破坏性的长期效应，相反，5年后这些公司的经营业绩出色。

卡尔·伊坎并不是对每个上市公司的首席执行官都进行攻击，他承认确实有一些非常杰出的公司管理团队，这些公司高管最大限度地利用公司资源，让公司的经营更有活力。但是他始终在寻找一些方法，让管理层对股东更加负责，即使是最流行而且管理很好的公司管理层。

比如卡尔·伊坎发那条关于苹果公司的微博，他告诉我，他并不是想要推高股价，为了把自己手里的股票高价卖掉。（事实上，在我们对话的那一天，他又买进了很多苹果股票。）卡尔·伊坎并不想插手苹果公司的管理，他觉得公司的管理很稳固。卡尔·伊坎发这条微博，只是他搞的这场战役中的一场战斗而已，他的这场战役是向苹果公司施压，把1500亿美元的现金储备的全部分红还给股东。苹果公司最终在2014年4月扩大了原来的资本收益计划，规模超过1300亿美元，其中包括提高股票回购授权，从原来宣布的600亿美元提高到900亿美元。与此同时，苹果公司宣布提高季度分红，然后进行7股合成1股的股票反向拆分。现在，和他发出微博那天相比，苹果公司的股价上涨了50%。

卡尔·伊坎本人也是一位首席执行官，持有伊坎公司这家上市公司88%的股份。这家公司的股票市场表现简直好得惊人，即使是在过去所谓失落的十年，它也涨得很好。如果你在2000年1月1日买入伊坎公司的股票，那么到2014年7月31日，你能赚到1622%的总收益率，相比之下，同期标准普尔500指数的收益率只有73%。

卡尔·伊坎并不是一生下来就过上这种生活的。他说，他是在纽约法洛克威"街头"长大的，他的妈妈是一名老师，他的爸爸原来在大学里学法律，后来成了一个不成功的歌剧演员，在当地的犹太教堂的唱诗班做领唱。卡尔·伊坎靠玩扑克牌赢钱支付自己读普林斯顿大学的学费和生活费，他读的专业是哲学。大学毕业后，他先到一家医疗学校干了很短一段时间，又到部队里干了一段时间（主要就是打牌），他逐渐意识到自己最大的才能是赚钱。每一副扑克牌都是一样的，但美国上市公司从来不是一样的。

写本书时，卡尔·伊坎78岁，他在考虑他要给后人留下什么样的遗产，他一直忙着写评论文章，也有选择性地接受一些采访，谈谈关于投资者和股东的维权。但是坦白地说，他大概烦透了别人误解他的话，断章取义地引用他说的话。这也正是为什么他一开始在不知道我是什么样的人，也不知道

我真正的意图是什么时，他不许我们拍摄访谈过程，而且直接声明：“我只给你几分钟。”

让我感到长舒一口气的是，虽然刚开始气氛有点儿尴尬，但是过了一小段时间后，卡尔·伊坎就像做了热身运动一样开始活跃起来，我们一直聊了两个半小时，之后我和他在大堂里散步，他还把我引荐给他的妻子盖尔，她是位非同寻常的女士，他们已经结婚15年了。卡尔·伊坎本人实际上跟他的公众形象差别很大，他幽默风趣，又很好奇，甚至有点儿像个慈祥的老爷爷。朋友们都说他现在比以前温和多了。但是他说话还带着纽约皇后区的口音，而且他依然带有纽约街头跟人吵架的那种锋芒。卡尔·伊坎说，他可不是那种会放弃的家伙，特别是他发现有种东西值得去战斗时。

罗宾斯：你出身于一个条件一般的家庭，在皇后区的一个贫困地区，你上的是公立学校。最开始，你有没有设立一个目标，要成为历史上最优秀的投资者？

卡尔·伊坎：我是竞争欲望很强的人。很有激情或者说很痴迷，不管你怎么说。不管我干什么，我都要成为最好的那一个，这是我的天性。我申请读大学的时候，我的老师说：“你就别费事去申请那些重点名校了，它们根本不会要我们这些来自贫困地区的孩子。”我仍然坚持参加了大学入学考试。结果多所重点名校都录取我了。我从中选择了普林斯顿大学。本来我父亲答应了，如果我考上名牌大学，所有的费用都由他来付。后来他却说话不算数了，只帮我付了学费，你相信吗？那个时候一年只要750美元。我说：“你这个父亲说话不算数，不给我生活费，我睡哪儿，我吃什么？”我的父亲说：“你这么聪明，你会想到办法的。”

罗宾斯：那你是怎么解决的？

卡尔·伊坎：打工呗。我在新泽西洛克威的一家俱乐部里找到一份工作——当个沙滩男孩。我是个很棒的沙滩男孩。沙滩上那个更衣室的老板经常招呼我：“嘿，小伙子，快过来跟我们打扑克牌吧，我要把你这个星期挣的小费都赢光。”一开始我根本不知道怎么玩扑克牌，他们把我的钱赢了个干干净净。我这个人从来不服输，我一个名校大学生难道还玩不过你们！于是我借了三本讲玩扑克牌技巧的书，花了两个星期仔细阅读，从此我的牌技比他们都要高上10倍，我当然经常赢了。当时我觉得那真是个大游戏，赌注很大。每年夏天我都能赢差不多2000美元，你要知道，那可是在20世纪50年代，那时候的2000美元抵得上现在的5万美元。

罗宾斯：那你在商业投资上是怎么起步的？

卡尔·伊坎：大学毕业后，我去参军，在部队里我继续玩扑克牌赌钱。等我

离开部队的时候，攒了2万美元。我开始在华尔街做投资，那是1961年。当时我的生活过得很好了，还找了一个很漂亮的模特做女朋友，我买了一辆白色的敞篷银河跑车。结果1962年股市崩盘了，我的所有东西都亏掉了。我不知道是哪个先跑的，可能是我的女朋友，也可能是我的跑车！

罗宾斯：我看过关于你的报道，说你后来重新回到了投资市场，卖期权，然后又开始做套利交易。

卡尔·伊坎：我借钱去纽约股票交易所买了个席位，我是艺高人胆大的家伙。我的经验教会了我，在股市上做短线交易很危险，不如发挥我的数学能力，在某方面成为专家，这肯定要好得多。我做套利交易，银行愿意贷给我90%的资金，因为那个时候我做的是根本没有风险的套利交易，如果做得好的话，我基本上不可能亏钱。从这以后我就开始赚大钱了，一年能赚150万～200万美元。

罗宾斯：我很想请教你一下风险—收益不对称。当时你开始收购股票价格被低估的公司的控制权时，你是不是也在寻找风险—收益不对称的机会？

卡尔·伊坎：我开始仔细研究这些公司，认认真真地分析。我告诉你，这有点儿像是套利交易，但是没有人喜欢做这种事。你要是收购了一家公司，你真正买到手的是公司的资产，所以你要好好看看这些公司的资产，认真问问自己："它们本来应该做得不错，为什么它们做不到？"整体来看，有90%的可能性，问题出在管理上。所以我们会去寻找那些经营管理做得不好的公司，我有足够多的资金，我能够大量买入这家公司的股票，然后警告这家公司的董事会："你要是不改变的话，我就收购你们公司，拿走控制权，除非董事会做到我说的一二三条。"大多数时候这家公司的董事会会说"好的"，但是有的时候，公司管理层会跟我斗，可能还会斗到法庭上。很少有人有我这么大的韧性，也很少有人像我这样愿意拿大钱去冒险。你看看这个局面。可能你会觉得我拿了很多钱在冒险，但是其实我根本没有。

罗宾斯：但是你并不觉得这是冒险，因为你知道公司资产的真实价值。

卡尔·伊坎：你在到处寻找风险—收益比，对不对？每一件事既有风险又有收益，但你必须要明白风险是什么，也要明白收益是什么。很多人看到的风险要比我多得多。但是数字不会撒谎，他们就是没有算明白。

罗宾斯：为什么他们算不明白？

卡尔·伊坎：因为有太多变量，太多分析，可能会动摇你的看法。

罗宾斯：现在这些日子，那些上市公司的高管严防恶意收购，你要击败他们比以前更难。

卡尔·伊坎：其实并非如此。现在美国这套体制是有缺陷的，你没办法把那些业绩平庸的经理人赶走。举个例子，我继承了一个很好的酒庄，在一块美丽的地方，有一片美丽的葡萄园。过了半年，我想卖掉它，因为这个酒庄不赚钱。但是我碰到了问题，管理这个酒庄的那个家伙从不来葡萄园上班。他整天到处打高尔夫球，可是他又不愿意放弃这份管理酒庄的工作，因为这会减少他一大笔收入。他不想让任何人进来看这个酒庄，因为他不想看到酒庄被卖掉。你也许会对我说："你怎么回事啊，你傻了？把警察叫来，让他离开！"但是，要是上市公司就麻烦大了：不经过一场非常艰苦的斗争，你不可能做到让管理层走人。

罗宾斯：法律法规有太多障碍，让你很难在自己控制的公司把首席执行官踢走。

卡尔·伊坎：麻烦就在这里。上市公司的股东想让管理层听到自己的意见，有非常大的困难，但是我们伊坎公司会去斗争，也经常获胜。一旦掌握了上市公司的控制权，有的时候我们发现，其实管理层也不是那么糟糕。但是关键在于上市公司的治理方式，对于这个国家来说实在是太糟糕了。美国有很多法律法规，让你无法成为一个积极维权的股东。你要获得上市公司的控制权有很多障碍，但是一旦我们拿到控制权，所有股东的一般收益都会非常好，历史业绩记录也证明了这一点。除此之外，我们做的事，对美国经济也非常好，因为这让公司生产效率更高，而且这不仅仅是短期的效应。有的时候我们会一直持股不卖，持有股票长达15~20年。

罗宾斯：你有什么解决方案？

卡尔·伊坎：废除那些毒丸计划（公司高管发现有个股东买的股票太多了，怕他收购公司，他们就会折价发行很多股票，来稀释这个股东的股权比例），废除那些令人震惊的董事选举，让股东能够决定他们想让谁来管理公司。我们应该让这些公司高管真正对股东负责，进行真正的选举。即使是在政治上，尽管美国政治体系相当糟糕，但只要选民愿意，他们还是可以摆脱那些烂总统的。总统再烂，最多不过是在那一届干上四年，连选不上，就会下台走人。但是，在上市公司中，即使那个当首席执行官的家伙做的工作非常糟糕，你作为股东，要换掉这个烂首席执行官，也非常困难，比美国选民要换掉美国总统还难。这些首席执行官就像在大学里学生会的会长一样，他们并不是最聪明的家伙，但是他们是最会搞社交的，是最受大家喜欢的，所以他们才能一级一级地爬到最高的位置。

罗宾斯：有的时候你并不需要发动一场代理权战争来改变公司的发展方

向。例如，最近你买了很多网飞公司的股票，股权占比接近10%，让你两年就赚了20亿美元。

卡尔·伊坎：那都是我儿子布雷特和他的合伙人干的。我对高科技不太了解，但是，我儿子只用20分钟就给我讲明白了，为什么这是一笔好买卖。我只说了一句："能买多少就买多少！"这其实并不是那种股东维权的投资。

罗宾斯：你看到了什么东西？你儿子在那20分钟里展示给你的是什么东西，让你判定这只股票股价被过分低估了呢？

卡尔·伊坎：很简单。大多数杰出的专家都很担忧那些错误的东西。就在那个时候，网飞公司每年能进账20亿美元的订阅费，但是这些收费并没有显示在公司的资产负债表上。因此所有这些专家都在问："网飞公司怎么能搞到那么多钱去购买播放内容？"很简单，它有20亿美元的订阅费进来啊！一般来说，网飞公司的订阅用户都很忠诚，留下来继续订阅的时间比你想象的还要长！不管发生什么情况，要搞得如此巨大的现金流陷入危险的境地，都需要很长的时间，要比大多数人想象到的时间长得多。

罗宾斯：但是你从来没有打算夺取网飞公司的控制权吗？

卡尔·伊坎：网飞公司的高管认为，他们会有一场代理权大战，我肯定想要夺走公司的控制权。但是我说："里德（网飞公司的联合创始人兼首席执行官），我不会跟你搞一场代理权大战。因为你有个举动刚刚在我这里得到了100分。"他听得一头雾水。我问他，你知不知道伊坎规则。他们说："不知道，请问它是什么？"我说："伊坎规则就是只要三个月不能赚到8个亿，我就会一拳打得他满嘴出血。"

罗宾斯：（哈哈大笑）我看到，快到2013年年底的时候，你把一部分网飞公司的股票卖出变现了。

卡尔·伊坎：股价涨到350美元的时候，我决定卖掉一部分股票，落袋为安，但是我并没有全部卖掉。

罗宾斯：你觉得大家对你最大的误解是什么？

卡尔·伊坎：我想，也许是大家不明白，也许是我自己不明白，我自己的动机到底是什么。也许这听起来很像陈词滥调，但是我确实在想，我的年龄到了70多岁，我很想做些事情，让我的国家更加强大。我希望留给后人的遗产是我改变了公司做生意的方式。这件事一直困扰着我，美国有这么多非常伟大的公司，却管理得那么糟糕，我想改变规则，让公司的首席执行

官和董事会真正地对股东负责。

罗宾斯：你和你妻子签订了给予誓言，要把大部分财产捐赠给慈善事业。除此之外，还有其他什么类型的慈善活动让你充满激情，非常投入？

卡尔·伊坎：我给予了很多，但是我喜欢由自己来做。我刚刚捐赠了3000万美元给私立学校，因为在这些私立中小学校，校长和老师都很尽职尽责。一家私立学校，如果经营管理得好，会给我们的孩子更好的教育，它比公立学校强多了。美国是个伟大的国家，但很悲哀的是，我们经营管理公司的方式、我们管理教育体系的方式，在很大程度上是功能失调的。我希望能够运用我的财富，让我成为改变这种现状的一股力量。可悲哀的是，我们如果不这样做，这样一路发展下去，就会成为一个二流国家，甚至是三流、四流国家。

投资要点①

卡尔·伊坎相信，对于主动型投资者来说，如果操作正确的话，再没有比今天更好的投资时机了。

这个看法主要基于以下因素：

●利率水平低，这让并购成本降低，相应会提高并购投资收益率，让并购更有吸引力。

●现在有很多现金丰富，能从并购的协同效应中大大受益。

●很多机构投资者现在普遍意识到，现在很多上市公司高管能力平庸，董事会根本不关心股东，这种普遍现象必须处理，否则美国就无法终止高失业率，在世界市场上保持竞争力。

但是要让并购发生，需要一个股东维权者作为催化剂：

●伊坎公司花了好多年建立并完善股东维权模式，我们相信，推动高增值型并购和合并事件就是需要的催化剂。

●可以推断，低利率水平将会大大增加伊坎公司控制的公司能力，运用我们的股东维权专长，做出公正的、善意的或者不是那么善意的并购。

创造超一流业绩的可靠历史记录②

伊坎公司的股票从2000年1月1日以来累计涨幅为1622%。

●同期标准普尔500指数上涨73%，道琼斯指数上涨104%，罗素2000指数上涨168%。

伊坎投资基金从2004年11月创立以来的业绩表现：

●总收益率293%，年化复合收益率15%。

●年度业绩：2009年33.3%，2010年15.2%，2011年34.5%，2012年20.23%③，2013年10.2%，2014年年初至今30.8%④。

最近的财务数据

2014年截至6月30日前6个月，归属于伊坎公司的调整后净利润为6.12亿美元。

2014年6月30日，净资产价值约为102亿美元。

2014年6月30日，归属于伊坎公司的EBITDA（息税折旧摊销前利润）约为22亿美元。

年底分红每股6美元（2014年7月31日按收盘价计算的股息收益率为5.8%）。

注：①数据来源于彭博资讯，包括红利再投资。根据2014年7月31日收盘价计算。

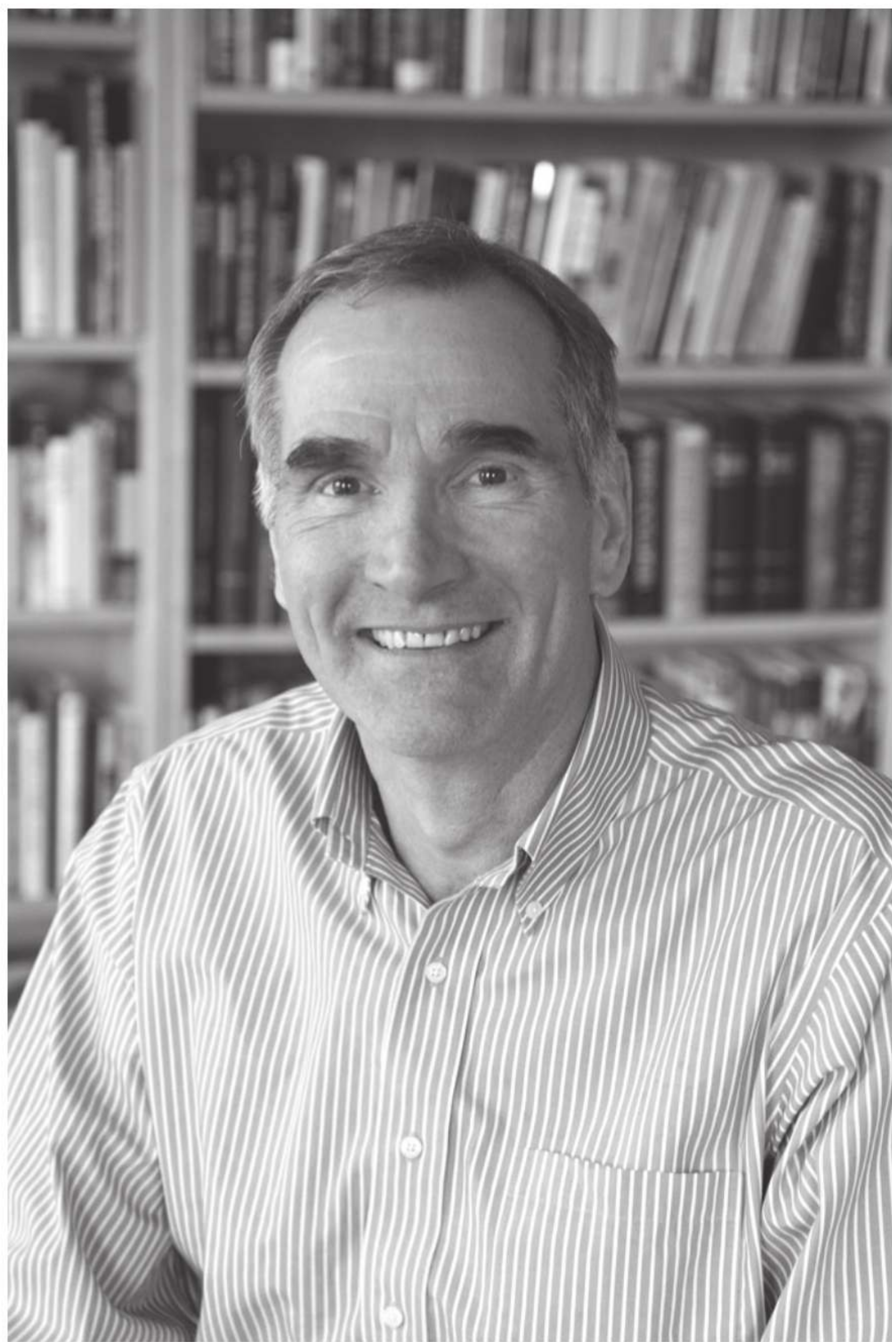
②收益计算按照2014年6月30日收盘价。

③收益计算假设伊坎公司持有的CVR能源股票整个期间都在投资基金里面。伊坎公司是在2012年5月获得CVR大多数股权。在CVR能源变成一个统一的实体之后剔除CVR能源的收益，投资基金的收益率约为6.6%。

④截至2014年6月30日的前6个月。

# 第33章 戴维·斯文森：管理239亿美元的工作都是爱





耶鲁大学首席投资官，著有《不落俗套的成功》

戴维·斯文森可能是你没有听说过的最有名的投资大师。有人称他为机构投资界的沃伦·巴菲特。戴维·斯文森担任耶鲁大学首席投资官27年，其间他把10亿美元的资产变成239亿美元，27年的年化收益率达到13.9%，即使很多很牛的对冲基金业绩也无法与之相比，难怪在这27年中很多对冲基金一直在引诱他离开耶鲁大学，加入对冲基金肯定能让他的个人收入多上好几倍。

你要是见到斯文森，就会马上认识到他做这份工作不是为了钱，而是因为热爱投资这种比赛，还有那种服务一所伟大的大学的感觉。戴维·斯文森愿意一直领着耶鲁大学给的这份薪水，就证明这一点。他要是加入对冲基金，会让他的个人财富超过他在耶鲁大学收入的N多倍。

但是从核心原则来看，戴维·斯文森是发明者，也是毁灭者。戴维·斯文森的耶鲁大学投资模式，也被大家称为捐赠基金投资模式，是他和同事也是他以前的塔卡哈什教务长一起开发形成的，是现代投资组合理论的实践应用。这个投资模式就是把投资组合分成5~6个大致相等的部分，分别投资不同的资产类型。耶鲁大学投资模式是一个长期投资策略，喜欢范围非常宽广的分散投资，偏好股权投资，而不太强调投资收益较低的资产类型，比如债券或者大宗商品。业内也称戴维·斯文森在流动性上的立场是革命性的：他不追逐流动性，而且避开流动性，他的理由是流动性会导致收益率降低，如果不追逐流动性的话，这些资产可以投资得更有效率。

在他成为机构投资界的摇滚明星之前，戴维·斯文森在华尔街工作，就职于投资界的黄埔军校所罗门兄弟公司。很多人认为是戴维·斯文森设计出来全世界第一例货币掉期交易，那是IBM公司和世界银行之间的交易，事实上这导致了利率掉期以及最终的违约信贷掉期市场的产生，现在有1万亿美元的资产规模。不要因为这导致了金融危机而记恨于他！

我很荣幸能有机会和戴维·斯文森面对面地交谈。来到耶鲁大学，走进他的办公室，进入传说中的机构投资圣殿，我有些紧张。在此之前，我做了很多功课，任何一个好学生准备考试之前都会拼命复习，我也是通宵达旦地拼命恶补。我可不想让他看出来我有任何一点的准备不足，为此我仔细阅读了他写的那本400多页厚的书《不落俗套的成功》，他在书中讲的是关于个人投资和分散投资的观点。直到做完所有这些功课之后，我才满怀崇敬之心地去拜见这位资产配置大师。我们的访谈时间接近4个小时，下面是经过编辑的访谈内容的精简版本。

罗宾斯：你为美国资产规模最大的机构之一工作，但是你非常关心个人投资者，花了很多时间精力为个人投资者提供指导，你为什么会这样做？请

谈谈你的想法。

戴维·斯文森：我基本上是一个乐观的人，但是一看到个人投资者面对的这个世界，真是一团糟，我很悲观。

罗宾斯：为什么会这样？

戴维·斯文森：投资者本来该有一些类型的投资选择，可事实上他们却没有，最根本的原因是公募基金行业以利润为导向。不要误解我的意思，我信奉市场经济，我相信做生意的目的就是赚取利润，但是在盈利动机和受托责任之间存在着一个基本的冲突，因为服务提供者的利润越高，投资者得到的收益就越低。

罗宾斯：你说的受托责任，并不是所有的投资者都知道它是什么意思。我们真正能讨论的是：你必须把投资者的利益放在你自己的利益前面，以投资者利益为先，以投资者利益为重。

戴维·斯文森：问题是公募基金公司积累的资产规模更大，收取的费用更高，自然赚的钱更多了。而高费用与投资人创造高收益的目标直接冲突。所以一次又一次发生的情况是，盈利赢了，寻找收益的投资者输了。现在有两个机构，这种利益冲突是不存在的，它们是先锋公司和美国教师退休金协会。这两个机构都是在非营利基础上经营的，它们寻求的是满足投资者的利益，所以它们是强大的受托人。在这两个机构里，受托责任最后总会赢。

罗宾斯：因为公募基金业绩大部分都跑输市场。我读到过一篇文章，里面写道，1984—1998年，只有4%的公募基金管理（规模超过1亿美元）战胜了先锋标准普尔500指数基金。但是这4%的公募基金，每年都不一样。用更简单的话说就是，所有公募基金中有96%的基金没能战胜市场。

戴维·斯文森：那些统计数据只是冰山的一角。现实更加糟糕。你看过去的基金业绩的时候，只能看到至今还存在的基金的业绩。

罗宾斯：只能看到幸存者，清算消失的基金就看不到历史业绩了。

戴维·斯文森：你说得很对。这些统计数据都有幸存者偏差，过去10年里有好几百个公募基金都关掉了，再也看不到了，因为它们的业绩太差。当然，公募基金公司不会把那些业绩非常棒的基金合并到业绩非常差的基金里，它们肯定是反过来做的，把那些业绩非常糟糕的基金合并到业绩非常出色的基金里面，好基金并吞烂基金，这样公募基金公司里面就没有烂基金了，全都是好基金。

罗宾斯：所以，统计数据说96%的基金没有能够战胜市场，并不准确？

戴维·斯文森：事实上更加糟糕，输给市场的公募基金超过96%。

罗宾斯：噢！

戴维·斯文森：另一个原因表明，基金投资者真正得到的实际业绩，比你所引用的数据更加糟糕，这是因为我们作为个人投资者，自己的投资行为会有一些错误。个人投资者倾向于购买那些有良好业绩的基金，他们追逐收益。后来在基金业绩表现糟糕的时候，他们就会卖出。所以他们最终是高位买入低位卖出。要用这种方式赚钱，那就糟了。

罗宾斯：追逐业绩的真实情况是什么？

戴维·斯文森：这种事很多都跟市场营销有关。没有人愿意出去说："我持有几只一星评级和二星评级的基金。"人们都想要持有四星评级的基金，还有五星评级的基金，然后在办公室里到处炫耀。

罗宾斯：人之常情。

戴维·斯文森：但是这些获得了四星和五星评级的基金，是那些过去业绩表现良好的基金，并不一定是那些将来业绩会表现良好的基金。如果你一直买的是那些过去业绩表现良好的基金，而卖出那些过去业绩表现糟糕的基金，那么你最终得到的业绩肯定会低于市场平均水平。再加上你刚才所说的统计数据，超过96%的基金业绩达不到市场平均业绩，以及人们那种高位买入低位卖出的实际投资操作方式，都会让它们的业绩更加落后于市场。

罗宾斯：所以，追逐业绩不但得不到你想要的更高业绩，而且保证让你的业绩比市场平均水平更低，甚至还会亏钱。

戴维·斯文森：有些因素偶然导致某些基金业绩表现良好，但是将来很可能会反转，过去表现良好的基金接下来的业绩会很糟糕，这叫作均值回归。有涨必有跌，长期看来，都跟市场平均水平差不多。

罗宾斯：那么，投资者能够做些什么来帮助自己的投资做得更好一些？

戴维·斯文森：只有三种工具或者三种杠杆，能让投资者增加投资收益率。第一个工具是资产配置。你在投资组合里持有什么资产，你持有这些资产占组合总资产的比例是多大。第二个工具是选择市场时机。就是你去赌哪一种资产类型在短期内市场表现更好，能胜过你持有的其他资产类型。

罗宾斯：比如是持有债券、股票，还是房地产，赌哪个短期会涨的更好，是吗？

戴维·斯文森：是的，这些都是短期市场择时的赌博。第三个工具是证券选择。你如何安排你的债券投资组合或者股票投资组合？选择哪些债券或者个股？我们总体上只有这三种工具。其中最重要的就是资产配置。你肯定猜出来了。

罗宾斯：我在你写的书里面读到了，这让我感到惊讶。

戴维·斯文森：我喜欢教给耶鲁大学的学生一些东西，其中一个就是，资产配置实际上能够解释投资收益率占比超过100%，这怎么可能？原因是，你通过预测市场频繁地买进卖出，这增加了你的交易成本，因为这种事情不是免费的。你每一次买进或者卖出都要付给券商佣金，所以你的组合就会有资金漏出，以支付交易佣金和手续费，这就减少了你的整体收益率，同样你要做证券选择，选股、选择债券等，都要付出很高的成本。

罗宾斯：所以，还是让我们回到指数基金，采用被动投资方式。

戴维·斯文森：主动管理型基金经理收取更高的管理费，理由是他承诺能够战胜市场，但是我们已经知道了，这是一个虚假的承诺，他们说得很好听，但往往做不到。你可以采用被动投资方式，购买全市场指数基金，同时持有整个市场的所有股票。你只要购买全市场指数基金，就可以买下整个市场所有的股票，而管理费非常低。

罗宾斯：有多低？

戴维·斯文森：低于20个基点，就是低于2‰。你去买先锋公司的指数基金，就能得到这么低的费用。你用这种低成本的、被动管理的指数基金来做投资，就会成为赢家。

罗宾斯：你不用支付那些买进卖出的交易费用，还有选股费用，因为你不想白费力气地追求战胜市场。

戴维·斯文森：你还能得到另外一个好处：你的税率会更低。这一点作用非常大。一个特别严重的问题是，公募基金行业其实充满了很多严重的问题，其中一个特别严重的问题是，基本上所有的公募基金经理买进卖出都非常频繁，每次卖出实现的投资收益都要交税，他们这样频繁交易就好像交税这事并不重要一样，但是税收很重要，非常重要。

罗宾斯：我们这辈子面对的账单，有比税单金额更大的账单吗？

戴维·斯文森：没有。所以，我们要充分利用每一个有税收优惠的投资机会。如果你有401（k）账户或者如果你在非营利机构工作，你会有403（b）账户，你能往里面存多少钱，就存多少钱，达到缴费的上限最划算。你应该抓住每一次机会，用税收递延的方式做投资。

罗宾斯：我们如何建立最有效率的资产配置？

戴维·斯文森：只要是学过经济学的人都听说过这句话："世界上根本没有免费的午餐。"但是现在投资上有了，哈里·马科维茨，人称现代投资组合理论之父，他说："分散投资就是免费的午餐。"

罗宾斯：为什么这么说？

戴维·斯文森：因为对于任何一个收益率水平，如果你分散投资的话，你可以达到相当的收益率水平，而承担的风险更低了；或者对于任何一个风险水平，如果你分散投资，风险水平是相同的，但是你可以获得更高的收益水平。所以，分散投资是免费的午餐。分散投资让你的组合更好，要么收益更高，要么风险更低。

罗宾斯：那么你需要的最低分散程度是什么？

戴维·斯文森：有两种水平的分散投资，一种与证券选择相关。如果你决定买指数基金，你就分散到了可能的最大程度，因为你拥有了整个市场所有的股票。这就是指数基金一个最大的好处，这是指数基金创始人约翰·博格给美国投资人做的大好事。这让投资者有机会用低成本的方式来购买整个市场。但是从资产配置的角度来看，当我们谈论分散投资的时候，我们谈论的不是投资个股，而是投资不同的资产类型。有6种资产类型，我觉得非常重要，它们分别是：美国股票、美国国债、美国通货膨胀保值国债、外国发达国家股票、外国新兴市场股票和房地产投资信托基金。

罗宾斯：有那么多资产类型，你为什么会选出来这6种呢？你的投资组合配置是什么？

戴维·斯文森：从长期来看，股票投资是投资组合的核心。股票明显比债券风险大。如果世界像过去长期运转的那种方式正常运作的话，股票会产生高得多的收益率。但今天买进明天卖出股票未必能胜过债券，这周买进下周卖出也未必，今年买进明年卖出也未必，年年如此，但是，从相当长的时间来看，股票应该会产生更高的收益率。我的书中有一个稻草人投资组合，70%的资产投资在股权（或者类股权）资产上，30%投资在固定收益资产上。

罗宾斯：我们先看看投资组合里股权投资这一部分，就是占70%的那一大部分。你有一个分散投资原则，无论什么类型的资产，在整个组合里占比绝对不能超过30%，对吗？

戴维·斯文森：是的。

罗宾斯：那么你把第一个30%的资金放在什么资产类型上呢？

戴维·斯文森：美国股票。我想，有一件事真的非常重要，就是我们绝对不应该低估美国经济的复原力。它实在是太强大了，不管那些政治家怎么折腾、怎么破坏，美国经济总是有种强大的基本力量，总是能反弹继续发展。我可不想跟这种强大的力量对赌。

罗宾斯：这正是为什么你会把这么重的资产比例——70%放在股票上，因为你赌的是经济长期持续增长。不仅仅是美国股票，而且是全球股票，你不仅仅赌的是美国经济长期持续增长，还赌全球经济持续增长。

戴维·斯文森：接下来我会放10%的资金在新兴市场上，15%放在外国发达国家市场上，15%放在房地产投资信托基金上。

罗宾斯：请讲一下你的30%的固定收益资产如何配置。

戴维·斯文森：我会都放在美国国债上。一半投资传统债券，另一半投资通货膨胀保值国债。如果你买了传统的国债，后来发生通货膨胀，你最终就会遭受亏损。

罗宾斯：不幸的是，人们经常把这两种债券搞混。

戴维·斯文森：我一开始在华尔街上班的时候，记得第一次跟客户开会，生怕自己搞错，一遍又一遍地小声念叨："利率上升，债券价格下降。"我生怕搞错了，那可就糗大了。

罗宾斯：在今天这样的市场上，个人投资者还能赚到钱吗？

戴维·斯文森：这正是买入并持有长期投资策略的美妙之处，这也正是为什么你要分散投资。我没有那么聪明，不知道市场未来的走势，1995年后，人们总说"你那么麻烦把投资组合分散，很简单，你只要买标准普尔500指数基金就行了"。实际上他们做的事是寻找表现最好的资产类型，结果正好是美国股市。他们说"你这样分散投资做的每一件事都是浪费时间"，但是这只是美国的经验，并不是全世界的唯一经验。1990年，如果你是个日本投资者，把所有的资金都投在日本股市上，那么到1999年，你会亏得很惨，你永远不会获得和市场表现最好的资产类型那么高的收益率，因为你

永远不知道每个资产类型的业绩最终会怎么变化。只有时间过去了，事实出来，你才会知道。

罗宾斯：美国婴儿潮世代在不久的将来，就要退休了，你能给这几千万名美国人一些投资建议吗？

戴维·斯文森：不幸的是，我想，大多数人根本不知道，需要攒多少钱才能满足他们退休生活的基本需要。我真的很担心，很多人会看着他们的401（k）退休金账户说：“我账户上有5万美元，或者我有10万美元，这真是一大笔钱。”但是如果你要满足几十年退休生活的需要，你的这些钱就不算多。

罗宾斯：有很多人想退休却不能退休。

戴维·斯文森：能让人到达正确的地方，唯一的方法是自己教育自己。我很激动，因为看到你想帮助人们得到他们需要的知识，这才让他们能做出明智的投资决策。

罗宾斯：谢谢你的鼓励。我知道你最近一直在努力恢复健康。那么下一步你打算做些什么？

戴维·斯文森：大概一年之前，我诊断出来患有癌症。我并没有列遗愿清单，我也不想辞职去周游世界，我只想继续做好我能做的事情——支持耶鲁大学的发展。管理耶鲁大学的投资组合，我能干多久就干多久。我想干的事，就是我现在干的事。我喜欢我的工作。

罗宾斯：你太令人敬佩了。

戴维·斯文森：我认为耶鲁大学是世界上最伟大的一个机构。如果我能做些事，帮助耶鲁大学成为一个更加强大和更好的地方，那样的话，我这辈子就很有意义了。

罗宾斯：谢谢您，听了你今天的讲述，我的收获太大了。好像我在耶鲁大学上了一堂课，专门学习了构建投资组合。

戴维·斯文森：不客气，希望如此。

# 第34章 约翰·博格：投资先锋



指数基金之父，先锋公司创始人和前任首席执行官

如果你没有读过约翰·博格的书，也没听过他在电视上一句废话都没有、全是干货的评论，那你就错过了一位美国国宝级投资大师。《财富》杂志将约翰·博格列为20世纪四大投资巨头之一。凭借突出的创造性和公民精神，有人把约翰·博格比作当代的本杰明·富兰克林。有人说，他对个人投资者做的贡献，超过美国历史上任何一个人。

他是如何做到如此巨大的成就，令人如此敬仰的？1974年，约翰·博格创立了先锋公司，那个时候指数基金还只是一个学术概念。但是约翰·博格愿意把整个公司押在指数基金上。指数基金是一个低成本低费用的公募基金，只单纯追踪整个股票市场的表现，时间一年年过去了，指数基金将会战胜绝大多数基金经理管理的主动型基金。为什么？投资者作为一个整体，绝对不可能战胜市场，因为投资者整体本身就是市场。基金行业的一些人知道来了一个破坏分子。首先，很多基金公司嘲笑博格的指数基金是“博格的傻瓜基金”，指数基金的竞争对手——那些主动管理型基金经理甚至说，指数基金这个想法太不像美国人的想法了，没有一点好胜心。

但是，约翰·博格根本不理会这些批评，继续坚持努力，把先锋公司打造成全世界最大的公募基金管理公司，管理规模达到2.86万亿美元。这个规模有多大？如果先锋公司是一个国家的话，那么这样的管理规模相当于英国的国内生产总值！现在，按照晨星评级公司的统计，美国指数基金在所有股票型公募基金的投资总额中占比超过1/3，也就是说，在美国，每3美元的股票公募基金，就有1美元是指数基金。

约翰·博格，1929年出生在美国新泽西州，恰好是美国经济大萧条开始的那一年。约翰·博格的家庭并不富裕，但是他聪明好学，后来考上了著名的普林斯顿大学，并且顺利毕业拿到了学位。约翰·博格在学校食堂打工，给其他同学做饭做菜，以赚取自己的学费和生活费。约翰·博格大学毕业写的论文主题就是公募基金，这预示着他以后要在公募基金行业开创一条新路。约翰·博格永远忘不了，有一年他暑假打工，当股票推销员朋友告诉他："博格，我要告诉你，关于股市你需要知道的东西，都在这一句话里——没有人一无所知。"

1951年，约翰·博格大学毕业之后加入了惠灵顿基金管理公司，来到了费城。他不断地追求上进，步步高升，最后成了公司的总裁，在20世纪60年代中期那个热火朝天的大牛市里，约翰·博格把惠灵顿基金公司跟另外一家基金管理公司合并，希望这样能够促进公司业务的发展。"这是我一生最糟糕的错误。"他对我说。新来的合伙人把公司旗下的基金做得非常糟糕，然后利用他们在董事会的多数席位撤掉了约翰·博格的总裁职位。

突然遭受如此重大的危机，约翰·博格该如何应对？他没有接受失败，认输走人，而是把失败转化成他一生最大的成功，用创新改变了整个投资行业。由于公募基金的法律结构安排，博格还要继续负责惠灵顿公司的基金，但是与其管理公司分开经营运作，董事会成员也有所不同。约翰·博格留下来担任这些基金公司的董事长，但是他不被允许来管理这些基金的投资。"我怎么样才能做到不用成为基金经理，照样可以介入这些基金的投资管理？"他接受我的采访时说，"你已经知道答案了：创造出一种不用管理的基金。我们称之为指数基金。我给它起名叫先锋。一开始所有人都觉得我搞的指数基金完全是个笑话。"真不可思议，如果博格没有犯下那个大错的话，他就绝对不会创立先锋公司，亿万投资者也许就根本没有机会避免过度的基金收费，让他们的整体投资收益增加几十亿美元，甚至几百亿美元。

我和这位美国投资界的传奇人物面对面地坐在他的办公室里，在费城莫尔文的先锋公司园区里面，当时正是冬季，一场暴风雪席卷了美国东海岸。约翰·博格还是每天都上班。2000年，他卸任资深董事长之后，就开始负责先锋研究中心。一见面，85岁的约翰·博格跟我握手，力气很大，好像是一个只有他年龄一半的中年人。也许这是1996年移植心脏之后所赋予他的

新的生命活力，让他可以继续他的投资改革运动，目标是给投资者公平的待遇。

我们交谈了4个小时，下面是经过编辑的访谈缩略版。

罗宾斯：约翰·博格先生，请告诉我，您的驱动力从哪里来？

约翰·博格：从我年轻时最早的记忆来，我必须工作。我9岁就开始工作了，在我们住的街区送报纸，我一直很喜欢送报纸。我是一个相当内向的人，长时间工作之后，就不会讲很多废话了。我这个人性格特别好胜，就是那种要跟人争斗一番的脾气，即使有时根本没有必要，这种好胜心弥补了我很多方面的不足。

罗宾斯：您的职业生涯是从一家传统的公募基金管理公司开始起步的。

约翰·博格：我那时还很年轻，还不够聪明睿智，我本来应该多从历史教训中吸取经验教训，依此采取行动。我当时还相信确实存在永久性的优秀基金经理，他们其实根本不存在。好的基金经理出现过又消失了。

罗宾斯：为什么会这样？

约翰·博格：其实投资业绩更多的是靠运气而不是靠能力。投资是95%的运气加上5%的能力，也许我说的还不太对，投资应该是98%的运气加上2%的能力。

罗宾斯：每个主动管理型基金经理听了你这句话都会被气死。

约翰·博格：我给你举个例子。要是你找来1024个人，聚到一个房间里，一起来比赛抛硬币。你告诉他们一起抛，连续抛上10次，那么这1024个人里面会有1个人连续10次正面朝上。你会说："这个家伙真是太幸运了。"对不对？但是换成是在基金行业，你会说："你真是个天才。"（哈哈大笑）你甚至可以把人换成大猩猩来抛硬币，结果完全一模一样。

罗宾斯：您这样说的意思是不是说"一个聪明的人和一个优秀投资者之间有着巨大的差别"？

约翰·博格：首先，投资者追求平均水平。我们先从这一点开始。非常简单。大多数个人投资者为得到平均水平的业绩付出了过高的成本。

罗宾斯：这是怎么回事？

约翰·博格：整体而言，你买主动管理型的基金平均要耗费你约2%的成本

（包括平均1.2%的管理费，交易成本，现金拖累，销售手续费）。这意味着，如果市场平均业绩是7%，那么扣掉付给基金公司2%的费用之后，这些投资者只能得到5%。（如果你买的是指数基金，成本只有0.05%，这意味着你能得到6.95%的收益率。）按照6.95%的收益率，经过50年，你可以把1美元增值到30美元。但是，按照5%的收益率，经过同样的50年，你只能把1美元增值到10美元，而不是30美元。这么大的收益差别意味着什么？这意味着，投资的本金100%都是你付出的，投资的风险100%都是你承担的，但是所有的投资收益里面，你能拿到手的只有30%。看看股市的长期业绩，再看看主动管理型基金的长期业绩，你就会发现这个真实情况。很多人不愿意这么做，但是他们不得不学会这样做。

罗宾斯：他们没有搞明白成本的复利效应和费用的复利效应。

约翰·博格：这些人应该真正搞明白他们为什么要买股票。买股票的真正目的是要得到股利即现金分红，是为了得到盈利增长。事实上，从长期来看，股票市场的收益一半来自股利即现金分红。所有基金的费用支出也都是从这里出的。所以你好好想一想，托尼，我告诉你，平均每只基金的股利收益率是2%，平均每只股票基金的费率是1.2%，羊毛出在羊身上，基金的管理费都是从基金分到的现金分红里扣掉的，所以你拿到手的股利收益率只剩下0.8%，基金公司从你的股利收益率里面拿走了一半来付给它们自己作为基金的管理费！整个基金行业向基金持有人收取的费用占属于投资者股利收入的60%，有的时候是100%，有的时候甚至超过100%。现在你能明白为什么我对基金行业如此痛心，它吃掉投资人的收益实在太多了。

罗宾斯：但是还有1亿人投资主动管理型公募基金。这些人怎么可能这样任人宰割？

约翰·博格：绝对不要低估市场营销的力量。回到2000年，我们来看看，那些在《金钱》杂志上打广告的公募基金，平均年度业绩为41%，这些基金有很多，甚至可能是大多数，现在都不存在了。基金投资者预期，他们选择的聪明基金经理，会永远聪明下去，但是根本不会有这种事。基金投资者心里的预期是，这个聪明的基金经理上一年创造出来20%的年收益率，将来能够持续很多年创造出来20%的收益率。这种想法太荒谬可笑了。这不可能发生，这绝对不可能发生。

罗宾斯：先锋公司的经营管理，只是为了让公司的基金持有人受益，实际上先锋公司是由基金持有人持股的公司。您支持统一受托人标准了？

约翰·博格：我是这个要求的提出者。也许我是第一个提出这个要求的人。投资公司研究所（公募基金行业的游说组织）说：“我们并不需要制定一

个联邦式的受托责任的标准，我们就是受托人。”那么，既然如此，第一点，为什么他们还要反对这件事？这是一个很有趣的问题。

但是，第二点，他们不明白，我们有受托责任冲突，一个上市公司，比如贝莱德集团，有两个受托责任：一个是对贝莱德集团旗下公募基金的股东有受托责任，责任是让股东赚到最多的钱；另外一个受托责任是对贝莱德集团的股票持有人，也就是公众持有人有受托责任，要尽可能赚到最多的钱，责任是要让这些基金持有人的收益最大化。因此，贝莱德集团的首席执行官劳伦斯·芬克就陷入了终极的两难处境。要让贝莱德集团的基金持有人的收益最大化，他就必须降低收费，但是要让贝莱德集团的股东收益最大化，他就必须提高收费。你不可能同时做到这两点，既提高收费，又降低收益，你只能选择一条路。贝莱德集团努力想要同时做到这两点。结果是现在这家公司给股东赚的钱比以前任何时候都要多。

罗宾斯：这太讽刺了。

约翰·博格：美国是个伟大的国家，不然怎么会有这种事？

罗宾斯：按照您的看法，下一个最急迫也最具挑战的事情是什么？

约翰·博格：我认为，美国上市公司会继续成长，记住，股票市场是一个衍生物，它是我们上市公司创造的价值的衍生物。美国上市公司现在为股东赚钱，将来会继续为股东赚钱，也许可能会赚得少一点儿。但是，美国上市公司规模会变得越来越大，而且生产效率会越来越高。所以它们会继续增长，也许比我们习惯的速度要稍微慢一点儿，但是还会是一个健康的增长速度。

罗宾斯：主要是因为消费会下降，这是基于人口统计资料，或者是因为我们借的钱太多了，我们买房花的钱还没有还清。

约翰·博格：我们还得继续去杠杆，我们美国的借债太多了。公司这方面其实没有太多的借债，美国公司方面的负债率并不高，资产负债表相当不错。但是，美国政府，包括联邦政府、州政府和地方政府，负债率都太高了，我们必须做出行动来解决这些债务问题。

其中的一个风险是个大问题，就是现在美联储有4万亿美元的存款准备金，和正常水平相比多出3万亿美元，这3万亿美元差不多都是最近5～6年量化宽松多出来的，必须消化掉。谁都搞不清楚这件事是怎么发生的。但是每个人都知道这件事迟早会发生。

罗宾斯：我们是不是要小心会再发生金融危机？

约翰·博格：如果你觉得你不是像一般投资者那样思考，而是像那些有大视野的人那样思考，绝对不要丧失你对历史的感觉。不要认为历史不会重演。正如马克·吐温所说的："历史可能不会重复，但是历史的节奏会重复。"所以，我们将来确实有可能再发生一次严重的全球金融危机，甚至是全球经济大萧条，但是全球经济大萧条的概率有多大？我说可能是1/1000的概率。但这并不是1/10的概率，所以我并不认为全球大萧条可能会发生，但要是有人说全球经济大萧条绝对不可能发生，那就错了。

罗宾斯：这样说肯定是没有好好研究历史。

约翰·博格：是的。这件事基本上只要你用常识就能想明白。不要让一时的潮流和一时的风尚冲昏你的头脑，也不要被市场一时的盘旋冲昏你的头脑，不管是股市还是债市。

罗宾斯：您在投资行业干了64年，您经历过各种各样的市场波动起伏，您是怎么在投资中抽离人的感情因素的呢？

约翰·博格：没有人能够做到，包括我在内。我只是努力在投资时尽量减少感情因素。人们会说，要是股市跌了一半，你会有什么感觉？我说，老实说，我感觉非常痛苦。我的心都揪得紧紧的。那么我能做点儿什么减轻一些痛苦？我会找出来一两本讲"坚持到底"的书，再读一遍。

罗宾斯：如果您不能把任何一分钱传给你的子孙后代，但是您可以传给他们一些投资基本原则，您会告诉他们什么？

约翰·博格：我会告诉他们三个投资基本原则：第一个原则是，注意你投资的是什么类型的资产。你选择你的资产配置，要跟你的风险承受度和你的目标保持一致。第二个原则是，分散投资，你一定要用低成本的指数基金来做分散投资，有很多基金都是成本很高的。我们不要忘了这一点。第三个原则是，不要交易。什么都不要做，一直拿着你的指数基金，放在那里！不管发生什么事，一直持有不动。你要是想让自己更容易抵抗住下跌的恐惧那么继续持有不动，你可以在做资产配置时，在你原来觉得合适的债券配置比例的基础上，再稍微多加上一点点。

罗宾斯：您对投资者还有什么其他建议？

约翰·博格：别看《华尔街日报》！别看电视上播出的那些财经节目！开个玩笑。我上过很多次美国全国广播公司的电视节目，多次接受采访，我一直很奇怪，为什么他们一次又一次地问我。吉姆·克莱默的节目，我看上40～50秒就受不了了。那些股票电视节目，都是在大喊大叫地让你买这个股票，卖那个股票。这只会让你偏离投资的本质，只会让你分心。我们浪

费了太多时间，浪费了太多能量，关注那些与投资相关的东西，其实你知道结果会是什么样的。你只能得到市场平均业绩，即和市场指数相同的业绩，有时多一些，有时少一些。大多数时候只会比市场平均水平少一些。所以，为什么你还要花这么多时间整天交易标准普尔500指数，就像早期的外汇交易基金市场营销大战建议的那样？只要一直持有标准普尔500指数，你就可以轻松地拿到平均业绩。

那些一直持有指数基金的人，赚的最多的不是钱，而是时间，是生活。不做频繁交易，不天天折腾，给你节省大量的时间精力，让你更多地享受生活。带孩子去公园玩，带家人出去吃顿晚餐。如果这些都做不了，你也可以读一本好书。

罗宾斯：钱对您意味着什么？

约翰·博格：我不把钱看成目标，而是把钱看作达到目标的手段，有一个很精彩的故事，讲的是两位作家库尔特·冯内士特和约瑟夫·海勒。他俩在谢尔特岛一个聚会上碰到了，于是一起喝酒。库尔特·冯内士特看看约瑟夫·海勒，对他说："你看那个人，我们今天聚会的东道主，就在那里。你知道吗，这家伙今天赚了1亿美元。他一天赚的钱比你那本书《第22条军规》所有的版税加在一起还要多。"约瑟夫·海勒回过头来看看库尔特·冯内士特，然后说："那也没什么，因为我有些东西，他再有钱也永远不会有。这就够了。"

我留给孩子的财富足够他们干自己想干的事，但是并不够养着他们什么事都不用干。我经常对他们说："有的时候，我真希望你们能有我小时候那样的成长经历，你们就能拥有我拥有的所有优势了。"我的孩子听后的第一反应是："像你那样长大，你说的应该是劣势吧？""不，孩子，我说的是优势。穷得只能勉强生活，努力工作，努力打拼，闯出一条自己的路。"

罗宾斯：投资大众花了好多年才接受指数基金的概念，现在指数基金像风暴一样席卷整个基金行业，规模占比超过1/3。您当年创造第一只指数基金的时候，您怎么感觉指数基金这条路是对的？

约翰·博格：人们说，你肯定非常骄傲。看看你创造的指数基金现在规模多么庞大。我告诉他们，它还有很大的发展空间，我觉得，到了将来某一天，我才能说可以了，现在还没有到那一天。我记得索福克勒斯说过："我们必须等到晚上才能欣赏到白天的光辉灿烂。"我的晚上还没有到来。

你知道的，我要坦白地说，我很早以前就遭遇了死亡。做心脏移植手术之前，我有过8次心脏病发作。我的心跳都停止了，我根本没法活下去。但

是我后来做了心脏移植，我继续活下来了，这实在是太不可思议了。我没有花太多时间来考虑这件事，但是我认识到，我正亲眼见证指数基金大胜，投资者现在青睐指数基金，这真的是一场革命性的变化，这一点毋庸置疑。指数基金正在改变证券行业。现在证券公司赚的佣金和基金公司赚的管理费比以前少了好多。我并不确定我能够完全理解这件事，但是我想，要是我死了，我就看不到指数基金的巨大胜利。

罗宾斯：顺便问一下，您会退休吗？

约翰·博格：可能这件事更多的是上帝说了算，而不是我自己说了算。能活着，我很享受，我很享受我的生活和我的工作，我的使命是给投资者带来公平的待遇，我以此为乐。

约翰·博格的投资组合核心原则

1.资产配置要与你的风险承受能力和你的目标保持一致。

2.通过低成本指数基金进行分散投资。

3.你的债券基金配置比例要跟你的年龄一样大。这是一个“大致”的基准。

约翰·博格现在80多岁，他的投资组合中40%投资在债券上。但是一个非常年轻的人可以把资产百分之百地投资在股票上。

所以，我的整个投资组合，包括我的个人账户和退休金账户，60%左右的资产投资在股票上，大部分都是先锋公司的股票指数基金，其余的40%被分成两部分，一部分投资在先锋公司的全债券市场指数基金，另一部分投资在免费（市政）债券基金，我的市政债券是这样分散投资的，2/3投资先锋公司的中期免税债券基金，另外1/3投资先锋公司的有限期限免税债券基金（有限意味着在短期和中期之间。期限长一点儿，收益会多一点儿）。

我希望我不需要从我的含税投资组合里面提取现金。我的免税投资组合，是有相当不错的免税收益率的，有3%左右，按照我的税级来说，这相当于税前5%的税率。我不需要比这更高的收益率了。能拿到这么多，我已经很开心了。

当然我也有一点儿担心市政债券市场的稳健性，但是我相信，有我们先锋公司的一流分析师，这两只市政债券基金应该会做得不错。在我的递延纳税投资组合里，这也是我最大的一部分资产，我的债券资产大部分都配置在先锋公司全债券市场指数基金上。这只债券基金持有的债券包括长期、中期、短期债券，还包括国债、抵押贷款、公司债券。

我对我的投资组合整体收益率非常满意。尽管2008年这一组合下跌了17%，很惨，但是那一年标准普尔500指数下跌了37%，比我的投资组合

净值跌幅高出200%以上。我的投资组合收益率一直是正的，平均每年约10%。我很高兴，我只是一直持有，坚持到底，结果安然地度过了金融危机大熊市。

# 第35章 沃伦·巴菲特：奥马哈圣人



投资传奇大师，伯克希尔–哈撒韦公司首席执行官

我坐在美国《今日秀》节目的休息室里，等着开始录节目，这时一个人独自走了进来：沃伦·巴菲特，20世纪最伟大的投资人之一，个人财富676亿美元，世界排名第三的富豪。按照节目安排，我们一起参加圆桌讨论会，还包括Spanx内衣创始人萨拉·布雷克里，将要担任白宫住房和城市发展部部长的朱利安·卡斯特罗，以及主持人马特·劳尔。我们要一起讨论经济，谈谈我们对美国经济发展方向的看法。跟全球数以百万计的投资者一样，我一直是巴菲特的超级粉丝，他白手起家的故事深深地打动了我。巴菲特当初不过是内布拉斯加州一个不起眼的股票经纪人，后来做投资，收购了新英格兰地区一家失败的纺织企业伯克希尔–哈撒韦公司，并将其一步一步地发展成为全球市值第五大的上市公司。它资产规模近5000亿美元，投资控股很多家公司，业务种类繁多，从GEICO汽车保险公司到喜诗糖果公司，几乎你能想到的业务它全都有。巴菲特的投资成功之道并不那么神秘，就是价值投资：这套投资体系是他从导师格雷厄姆那里学来的，他不断完善，发扬光大，使其日臻完美。价值投资策略的核心是寻找价值被市

场过于低估的公司，然后买进股票，预期这家公司的股价长期来看会上涨，回归到其价值水平。这是一种最简单的风险—收益不对称的投资机会，它要求你要花费很多时间和精力进行研究分析，要求你有相当高的研究分析和投资技能，还要求你手上有相当多的现金，这也正是为什么巴菲特一直追寻收购保险公司的机会，因为保险公司能够产生巨大的现金流，手上有了规模巨大的资金，巴菲特才能抓住巨大的投资机会。

巴菲特不但在商业投资上取得了非凡的成功，还成为有史以来慷慨捐赠最多的慈善家，他发誓要把个人财富的99%都捐赠给慈善事业，他把这些资金委托给比尔·盖茨夫妇的慈善基金会，以用于慈善事业。在企业领导人里面，巴菲特说的话可能是得到引用次数最多的。你在本书里也会时不时地读到巴菲特的名言，这些都是他的智慧结晶，对于投资者来说都是无价之宝。

我发现，我的投资偶像巴菲特竟然和我同处一室，这么好的向大师求教的机会，我怎能错过？我赶紧上前打招呼，自我介绍，告诉他我正在写书的事。我问道："巴菲特先生，我们能不能找个时间坐一下，请您谈谈，在现在这个波动性很大的经济情况下，个人投资者应当怎么做才能在投资比赛中获胜？"

巴菲特看着我，眼睛眨了几下，明显在思考。然后他微微一笑，说："托尼，我很想帮你，但是关于这个主题，能说的东西我都已经说过了。"

巴菲特说的这个理由，我很难跟他争论。从1970年开始，巴菲特每年都要在年报里写一封致股东的信，大家都热切期待。巴菲特致股东的信，语言朴实无华，他给出投资建议，评论经济形势和企业经营，字字珠玑。除此之外，封面上印有巴菲特名字的书有50多种，甚至其中几本还是巴菲特本人写的。

不过，我还是想再试一试。

"但是，既然你现在已经公开宣布，要把绝大部分财富都捐赠给慈善事业，那么你会给你的家人推荐什么样的投资组合，让他们自己的投资得到安全保值，并且不断增值？"

巴菲特一听，又微微一笑，抓住我的胳膊。"很简单。"他说，"投资指数基金，这是一条阳光大道，让你能够投资伟大的美国企业，不用像购买公募基金那样付给基金经理很高的管理费，一直持有这些伟大企业的股票，长期下来，你就会赢。"

哇！全世界最有名的选股高手，已经欣然接受了指数基金，巴菲特公开

说，对于绝大多数个人投资者来说，指数基金是最好的投资工具，也是最有成本效率的投资工具。

后来，我还找了史蒂夫·福布斯和瑞·达利欧两位好友，帮我劝沃伦·巴菲特接受一次更加细致深入的交谈，他传话给我，没有必要。巴菲特告诉我，关于投资最重要的事，他想说的，在致股东的信里都说过了，印成白纸黑字随着年报公开披露。他想告诉个人投资者的东西，浓缩起来就是一句话：投资指数基金，让你能够分散范围很广的整个股票市场，同时持有那些全球最优秀公司的股票，购买指数基金之后，你只要一直持有它很多年就行了。我明白了！在2014年致股东的信中，巴菲特再次特别强调了他给所有投资者的建议：投资指数基金。巴菲特的资产配置是什么样的？下面是巴菲特留给他妻子的投资指令，巴菲特要求他去世之后他的信托资产做如此投资：

“10%放在美国短期国债上，90%放在成本非常低的标准普尔500指数基金上。（我建议投资先锋公司的标准普尔500指数基金。）我相信，按照这个投资方针执行的话，这个信托资产的长期业绩会胜过大多数投资者——那些购买基金支付很高费用给基金经理的投资者。不管是养老基金这样的机构投资者还是个人投资者，长期业绩都会大幅落后于指数基金。

约翰·博格听到这些肯定会非常高兴！美国最受尊敬的投资大师对约翰·博格近40年来一直推广的指数基金，表示完全认同和支持，而且会直接使用。

别忘了，巴菲特下了100万美元的大赌注，赌指数基金长期能够战胜对冲基金。和巴菲特对赌的对手是位于纽约的门徒伙伴公司，专门为客户精选对冲基金。巴菲特发起的赌局是：门徒伙伴公司精选出5只顶级对冲基金的平均业绩，不能战胜巴菲特选择的先锋标准普尔500指数基金，赌期是10年，从2008年1月1日到2017年12月31日。2014年1月，赌局已经过去了6年，标准普尔500指数上涨了43.8%，而门徒伙伴公司挑选的那5只对冲基金平均业绩为12.5%，巴菲特大幅领先。

你听到了吗？奥马哈的投资圣人已经说过了：最好的投资方法是买入并长期持有指数基金！

# 第36章 保罗·都铎·琼斯：当代罗宾汉



都铎投资公司创始人，罗宾汉基金会创始人

保罗·都铎·琼斯是有史以来最成功的交易员之一，26岁创办自己的企业，在此之前他在大宗商品期货市场做棉花交易，白手起家。

保罗·都铎·琼斯好像完全违反了重力法则，连续28年，年年盈利。这个人

还是个成功预测到“黑色星期一”的传奇人物。1987年股市大崩盘，一天暴跌22%，创下有史以来最大单日跌幅。2008年，当全世界都深陷在股市大崩盘的痛苦之中时，保罗·都铎·琼斯的对冲基金却获得了60%的单月收益率，这一年的收益率接近200%。

保罗·都铎·琼斯是我的密友，也是我的个人英雄偶像，我非常荣幸，从1993年起一直担任他的巅峰表现教练，在他创下连续28个年度赚钱的传奇过程中，其中21年我都陪伴左右，和他共度大半个交易生涯。比起保罗·都铎·琼斯令人震惊的投资成功，我印象更深刻的是，他发自内心地痴迷于不断寻找合适的方式回馈社会，为推动社会发展进步而努力。保罗·都铎·琼斯创办了著名的罗宾汉基金会，激发和组合一些全世界最聪明和最富有的投资者互相合作，与纽约市的贫穷问题开战。保罗·都铎·琼斯和他的罗宾汉团队做这份慈善工作，也是尽力做出非常严谨的分析——那些对冲基金的亿万富翁本来只在投资上才肯下这么大的功夫。从1988年起，罗宾汉基金会已经投资了14.5亿美元用于解决纽约市贫穷问题的项目，就像在投资上无情地追求风险—收益不对称一样（下文将分享他的1：5风险—收益不对称投资原则），保罗·都铎·琼斯的基金会做慈善工作也没有什么不同。罗宾汉基金会的运作和管理成本百分之百地由董事会委员自掏腰包，所以，捐赠者投资于自己所在社区的慈善项目能得到15：1的收益率！正如谷歌公司的执行董事长埃里克·施密特所说的：“简直就像没有基金会，没有搞活动，却更有效果。”

保罗·都铎·琼斯会告诉你，他是一个交易员，不是传统的投资者，但是就像他的前任老板E. F. 赫顿一样，保罗·都铎·琼斯一说话，人人就会侧耳恭听。作为一个宏观交易者，他研究了很多影响因素：基本面、心理、技术分析、资金流动、世界性的大事件，以及它们对资产价格的影响。保罗·都铎·琼斯不关注个股，他赌的是影响整个世界格局的大趋势，比如，从美国到中国、从货币到大宗商品再到利率。很多全世界最有影响力的领导人都向他寻求指导和帮助，其中包括财政部部长、央行官员、全世界各国政府的智囊团。

我和保罗·都铎·琼斯这次会谈的地点在他的公司办公园区里，那里面积很大，坐落在康涅狄格州格林尼治市，都铎投资舰队都在这里办公。会谈期间，我们深度探讨了最有价值的投资原则，他要分享给大家，让你我这样的个人投资者能够从中受益。结果一番长谈之后，保罗·都铎·琼斯要送给我们的是他的“价值10万美元的商业投资课程”，原来每年能够听到他这个课程的只有他们公司的交易员，以及极少数非常幸运的大学生。保罗·都铎·琼斯的所有投资智慧都浓缩在下面短短几页的文字里。

罗宾斯：保罗，你在投资上，在交易上，都可以说是连续28年盈利，没有一年亏钱，这简直难以置信，你是怎么做到的？

保罗·都铎·琼斯：我们都是环境的产物，环境造就人。我是1976年进入金融行业的，一开始做大宗商品交易员，交易棉花、大豆、橙汁等，最重要的事情是，这些市场很大程度上会受到大气候的影响。只需三四年的时间，你就会经历巨大的牛市和巨大的熊市。我很快搞懂了牛市和熊市的心理，它们的转变能有多快？当市场跌到谷底的时候，市场的情绪是什么样的？我看到有人先赚到巨大的财富又全部亏掉。我就坐在那里，亲眼看着邦克·亨特大买白银4亿美元，到1980年涨到100亿美元，这让他一下子成了世界首富，后来只过了5个星期，他就从100亿美元又跌回到了4亿美元。

罗宾斯：啊！

保罗·都铎·琼斯：这样我就一下子知道了，钱去得有多快。你能拥有财富的时候，一定要知道这是多么宝贵。从那件事上我学到的最重要东西是，防守比进攻重要10倍。你拥有的财富，很容易像刮大风一样一下子就没了，你必须非常小心下行风险，任何时候都要小心。

罗宾斯：必须。

保罗·都铎·琼斯：如果你有一笔投资涨得很好，那你根本不用管它，它会自己照顾好自己的。你需要非常关注的是正在亏钱的投资，可是事实上大家往往看都不愿意看正在亏钱的投资："我的账户正在下跌，我甚至都不愿意打开它。"所以长期下来，我创造出一个流程，让我关注的最重要的单一因素就是风险控制，每天都是这样。我想知道如何不亏损。

罗宾斯：你认为普通投资大众关于投资最大的误区是什么？什么样的投资误区损害了他们？

保罗·都铎·琼斯：你能投资很长时间，但你要变得富有并不是非得用很长时间。因为市场上每样东西都有价格，长期来看也有一个中心价值，找到那些价格过分低于中心价值的品种，你就能赚到大钱，这不一定需要很长时间。但是我认为，这要求普通投资者明白那些一直适用的估值指标，你一定要防备好估值出错，因为事实上你并不是对每一种资产类型都了解，预防出错的办法就是建立一个非常分散的投资组合。

罗宾斯：你说得很对。

保罗·都铎·琼斯：有个故事，我永远不会忘记，那是1976年，我才工作了6个月，我去见我的老板伊莱·塔利斯，他是一个棉花期货交易员。我说："我要做交易，我要做交易。"他说："孩子，现在，你还不能做交易，也许再过6个月，我会让你做交易。"我说："不，不，不！我现在就要做

交易。”他说：“现在你给我听着，再过30年，市场肯定还在，问题是你还在不在！”

罗宾斯：这个问题问得太好了。

保罗·都铎·琼斯：所以龟兔赛跑最后是乌龟赢了，对不对？我想，你能做的最重要的一件事就是把你的投资组合分散投资。分散是关键，搞好防守是关键，那我要再说一次，还有，一直留在比赛里，能待多久就待多久，剩者为王。

罗宾斯：按照分散投资的原则，那么你看，要做好防守，应该怎么做资产配置才行？

保罗·都铎·琼斯：从来不会有这样的时候，你可以绝对肯定地说，这样配置的投资组合我能一直持有5～10年。这是不可能的。现在这个世界发展变化得太快了。你现在看一看，美国的股票和债券都被高估得简直荒谬可笑。现金一文不值，活期存款利率相当于零，你手里的钱该用来做什么？有的时候应该拿着现金，有的时候应该做投资。你并不需要总是能有机会赚大钱，耐心等待，赚大钱的机会并不是想有就有的，也并不是经常有的。

罗宾斯：那么你是怎么做的？

保罗·都铎·琼斯：有的时候，你只能说：“哎呀，这里根本没有价值，那里一点儿都没有吸引力。我要做好防守，配置一个投资组合，没有很大的盈利预期，但关键是不要亏损。我会做一些投资，肯定不会让自己受到损失的投资，将来如果市场的投资价值增长了，我还有资本抓住一些机会。”

罗宾斯：那么你用什么具体的策略来保护你的投资组合？

保罗·都铎·琼斯：我在弗吉尼亚大学给本科生上课，我告诉那些来听课的学生：“你不用去商学院读工商管理硕士了，我能给你省一大笔学费。现在你就能得到价值10万美元的一堂课，只需要记住我说的两点就够了：你一定要跟上最重要的大趋势；做逆向投资者，你想都不要想。美国两个最有钱的人——巴菲特和比尔·盖茨，他们是怎么赚到那么多钱的？比尔·盖茨能赚到那么多钱，是因为他一直拥有一只股票，就是他创立的微软，这只股票涨了800倍，他一直跟着大趋势走。巴菲特呢，他说“我要买伟大的公司，我会一直持有这些公司的股票，我不会卖，因为这才是既正确又精明的做法，只要我不卖，一直拿住，复利法则就会为我工作，给我创造巨大的复利增长。

罗宾斯：还有巴菲特控股的保险公司有巨大的现金流，能给他提供投资所需要的巨额资金。

保罗·都铎·琼斯：巴菲特就这样一直握着那些大公司的股票，坐在那里一动不动，经历了人类文明史上最大的牛市。巴菲特抵抗住了忍不住想要兑现盈利的痛苦。

罗宾斯：巴菲特太了不起了。所以，我的下一个问题是，你怎么判定未来的大趋势？

保罗·都铎·琼斯：我对任何投资的衡量标准都是看200日收盘价格移动平均线。我看到过很多东西最终价格都归于零，股票是这样的，大宗商品也是这样的。投资的全部技巧都在这一点上："我怎么避免亏个精光？"如果你用200日移动平均线，你就能避免亏个精光了。做好防守，你就能避免亏个精光。我在大学里给学生上技术分析课程的时候，我会让学生做这种练习。我会画一个假设的走势图，像下边这个图一样，在白板上贴一张白纸，画上一根走势线，一直上涨，涨到最高的地方，纸上都画不下了。

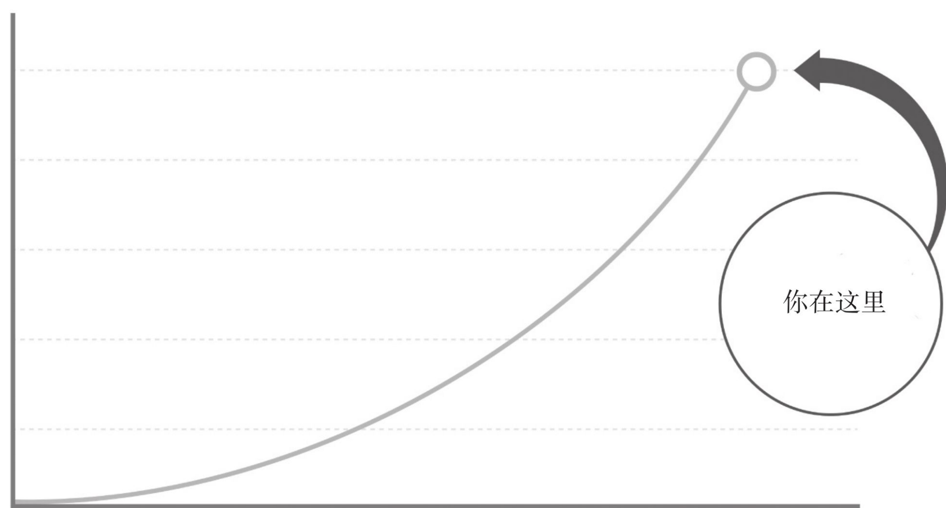



图36–1

画好之后，我会问学生："好啦，你知道的就是现在你看到的。有多少人会看涨，而且继续看涨呢？请举手。"一般会有60%的人举手。我再问：有多少人会看跌，会卖出这些投资呢？一般会有40%左右的人举手表示愿意卖出。然后我说："你们这40%想要卖出的人这辈子永远不要用你自己的钱做投资，因为你的脑子里有逆向投资的漏洞。本来有可能赚到大钱，

结果你一搞逆向投资，高位卖出，就把这样的大好机会给毁了。这意味着你会去买那些价格跌到接近于零的东西，然后卖掉那些可能会涨到无限高的东西，最后，有一天你会赔得精光。”

罗宾斯：你说的对极了，很有道理。事实上，你说过，你那些伟大的胜利就是在市场的重大转折点上取得的，对不对？这正是你与众不同之处。

保罗·都铎·琼斯：是的，1987年股市大崩盘，在大崩盘的日子里，我赚了不少钱。

罗宾斯：你可得给我好好讲讲这段故事。很多人认为这是历史上三大顶级交易之一。大多数人一年能赚20%，就激动得发抖了。你一个月就赚了60%。当时你那套200日移动平均线的理论给你发出警告信号了吗？

保罗·都铎·琼斯：你说对了。崩盘之前股市一直在200日移动平均线目标上方运行。就在股市即将要崩盘的时候，两条线走平了。

罗宾斯：你一直在等待，直到股市反转才出手。

保罗·都铎·琼斯：是的。

罗宾斯：这太令人震惊了，我都被你吓住了。所以你并不认为你是一个能承受风险的人，你专注于如何持续保护自己，而且如何和大趋势保持一致。那你给学生们传达的第二个思想是什么？

保罗·都铎·琼斯：5：1公式。

罗宾斯：风险—收益不对称。

保罗·都铎·琼斯：你说的对。5：1公式就是，冒1美元的风险去拼5美元的盈利。5：1公式允许你只要达到20%的击打成功率就行。我可能实际上是个十足的大笨蛋，我可能80%的时间里都是错的，但是我仍然会不亏钱，只要我的风险控制做得好就行。你只要5次里有1次做对，就不会亏钱。因为人性就是这样的，我们从来没有真正计算过我们买入的价位是否合算。我们从来没有好好想过，我们什么时候要认输出局，我们真正冒的风险是什么。

罗宾斯：你并不是80%的时间都是错的！所以你这样做肯定会赚很多钱。资产配置非常重要，所以我要再问问你：如果你一分钱也不能留给你的孩子，只能给孩子讲一个具体的投资组合，还有一套基本原则来指导他们投资，那会是什么？我问这个问题是想帮助个人投资者得到一个投资模型，让普通人可以借助你的慧眼来配置投资组合。

保罗·都铎·琼斯：我确实非常担心普通投资者，因为对于他们来说投资确实很难。如果做投资很容易，有一个公式，有一个办法，就能做好投资，我们大家就都成亿万富翁了。我觉得，有一个基本原则是确定无疑的：不管是什么股票、什么商品，跌破200日移动平均线，你一定要卖出离场。另一个原则是，专注于投资收益—风险不对称5：1的目标。你要有约束，不符合这样标准的就不投资。但是这只是我所知道的东西，你还会采访瑞·达利欧，他对投资比任何人知道的都多，这个家伙做得比任何人都好。

罗宾斯：他就是我下一个要采访的人了，谢谢你！好了，我们换个投资以外的话题。你已经在人生中取得了惊人的成功，你已经是传奇人物了，但是你如此谦虚低调。我想请你谈谈你回馈社会的事。是什么驱动你做了这么多令人震惊的慈善工作？是什么在持续驱动你帮助那么多的人改善生活？

保罗·都铎·琼斯：我还是个小孩子的时候，有一次去孟菲斯，跟着妈妈到那个很大的室外蔬菜市场买菜，我记得好像我突然抬头一看，我妈妈不见了。那时我只有4岁，妈妈就是一切，妈妈不见了，我吓死了，大哭起来。这时一个面容很慈祥、人很高的黑人老爷爷，走过来温柔地说："不要担心，小朋友，我们会找到你妈妈的。不要哭，我会找到你妈妈的。过一小会儿你就找到妈妈了，你就会开心起来。"这位黑人老爷爷牵着我的手，领着我沿着市场里的路走，终于我看到了妈妈，妈妈看到我在哭，他就笑了。

罗宾斯：噢，好温馨的故事。

保罗·都铎·琼斯：你永远不会忘记这样的事，上帝做的每件事，你遇到的人做的这些小小的善事，其影响会变得越来越大，会影响到很多其他的人与事，并出现叠加效应。我们忘了，小小的善行会是多么重要。我觉得，这个黑人老爷爷小小的善行，在我心里种下了善行的种子，让我一直想着要回馈。

罗宾斯：这个故事太动人了。我明白了，甚至现在我也能感受到那个时刻对你人生的影响有多么深刻。你一讲，我们两个大男人都快要流眼泪了。谢谢你给我讲这个故事。最后还有一个问题，请你回答：大多数人都有一种错觉，如果他们有足够的钱，压力就会全部消失。这是真的吗？财务压力真的会消失吗？

保罗·都铎·琼斯：那天还没有到来。

罗宾斯：好，这正是我想要听到的。

保罗·都铎·琼斯：问题是，跟其他任何东西一样，钱也是从来都赚不完的。财务压力，现在对于我来说就是，我觉得应该花钱去做的事情太多了。如何把钱花到能让我感到快乐幸福的地方，花到能让我激情燃烧的地方，花到真正让我兴奋激动的地方？就在一个月前，我发现有个保护项目很值得做，但是我承担不起那么大的费用。这个项目需要100年的时间，真的是百年大计。我在想："天哪！如果我能买下这家木材加工厂，修复那块土地，恢复原来的生机，从我接手那一天开始，再过100年，这块土地就会成为世界上最美的地方，美得让人窒息。上帝看了这个地方，会对亚当说：'这应该就是你的伊甸园。'"我想，尽管我确实负担不起，但是我真的想做。最好的方法就是跑到那里，行动起来，因为这是我能做的最好的贡献，从现在开始100年后的人都会从中受益，他们可能不知道是谁做的，但是他们肯定会爱上这个地方，他们来到这里肯定会非常开心，这就够了。

罗宾斯：谢谢你。保罗·都铎·琼斯，我爱你，我的好兄弟。

# 第37章 瑞·达利欧：全天候投资大师





桥水基金公司创始人兼首席投资官

看了本书前面的部分，你肯定知道，瑞·达利欧的全天候投资策略占了整整一大部分，本书的基因有一部分就来自瑞·达利欧，我第一次采访他的时候就做了这个决定。那是在康涅狄格州他的家里，我们俩第一次坐下来交谈，就谈了近三个小时，你一言我一语，谈话的内容非常广，从冥想的好处（达利欧说“冥想给我带来内心的宁静”）到宏观经济的运行机制（达利欧说宏观经济其实是一个简单的机器）。我事前做了功课，瑞·达利欧在对冲基金行业可以说是大名鼎鼎，他管理的对冲基金规模超过1600亿美元，全球第一，遥遥领先于同行，历史业绩优异，令人震惊。我也知道瑞·达利欧的风险管理水平是最好的，这个地球上没人比得上他。在这个波动性很大的市场里，当需要找个安全的港湾时，很多人都会向瑞·达利欧请教，包括世界各国的领导人，还有那些规模巨大的金融机构。

为写本书，我访问了50多个金融行业的超级明星人物，面对每一个人，我都会问同样一个问题：如果你不能留一分钱给你的孩子，只能留给他一个投资组合清单，那么会是什么？但是，我一点儿也不知道，如果我问达利欧这个问题，他会如何回答。结果达利欧的回答，成了我一直在寻找的投资真经，瑞·达利欧给出了完美的答案。他的回答是什么？一个投资规划，像你这样的个人投资者都能用，能让你攒的退休养老金不断增值，而且在所有的经济季节里它都可以有效地运作，从而不会让你一辈子攒的钱有亏本及大幅亏损的风险。到现在为止，只有那些有巨额资金的超级富豪和大型金融机构，才有资格加入瑞·达利欧管理的对冲基金，才有机会了解他在每个经济季节都能成功的那套投资魔法公式。瑞·达利欧愿意选择这个时间，在本书里，和全球的个人投资者分享他的投资魔法公式，他慷慨助力的善行让我感到非常震惊，也让我非常感激。

在这里，我就不需要重复地详细介绍瑞·达利欧的背景资料了。从本书的第一页开始，你的通向财务自由投资之旅都一直与他同行。你读了这么多，肯定在前面的章节里详细了解了达利欧的故事和他的整个投资组合的基本资料。我会在这里再列一个简单的投资组合清单，但是没有文字介绍，可能读起来不是那么有说服力。在你进入下一章之前，回忆一下你读过的第五部分的内容。你如果还没有读或者读得太快印象不深，就回过头去重新阅读那些章节。瑞·达利欧的投资思想和投资组合，会给你一种当头棒喝的感觉，改变你的人生。如果你已经读过且已深入理解，现在是去实践应用的时候了。瑞·达利欧绝对是全天候投资大师。大师一句话，胜读十年书。

# 第38章 玛丽·卡拉汉·厄道斯：管理万亿美元资产的女人



## 摩根大通资产管理集团首席执行官

玛丽·卡拉汉·厄道斯可能不到1米56，这位身材娇小的女士，影响可不小，她担任世界上最大的资产管理集团摩根大通资产管理集团的首席执行官。摩根大通集团是美国最大的银行之一。《福布斯》杂志称厄道斯为“在男性主导的华尔街企业里非常罕见的女强人”，而且评选她为“世界上100位最有影响力的女人”之一。从2009年厄道斯接管摩根大通资产管理集团以来，资产管理规模增加接近5000亿美元，增幅超过30%。厄道斯监督管理的资产规模达到2.5万亿美元，服务的投资人包括基金会、各国中央银行、养老基金，还有一些世界上最富有的人。媒体经常把她列为接替摩根大通首席执行官杰米·戴蒙的少数候选人之一。

尽管在本书访问的50多位投资理财超级明星中，大多数人都赞同投资指数基金，采取这种被动的、低费率的资金管理方式，长期来看，能够为个人投资者带来最好的业绩，可是厄道斯说，行业内最优秀的基金经理做主动管理型的基金所创造的业绩更好，和他们收取的费用相比，物超所值。她说，证据就摆在那里，这些优秀基金经理人的客户非常忠诚，长期持有基金，而且这些基金经理继续吸引新的资金进来，管理规模不断扩大。

资金管理从小就融入厄道斯的血液里了。她出生在温尼卡一个爱尔兰天主教大家庭，她是家里的第一个出生的孩子，也是唯一的一个女孩子，他的父亲帕特里克·卡拉汉是个投资银行家，在芝加哥的拉扎德公司工作。厄道斯在读高中的时候数学成绩就非常突出，还赢得了马术比赛的奖牌，后来她读了乔治城大学，成为他们那届数学专业中唯一一名女学生。后来，她在哈佛大学商学院读工商管理硕士时遇到了她的丈夫菲利普·厄道斯。

作为一名金融服务行业的高管，厄道斯在很多方面打破了原有的模式：这个行业以侵略性管理而闻名，非常男性化，而她的同事用这样的词语来描述她：“忠诚”“团队为先”“有爱心”。厄道斯在摩根大通一路奋斗，晋升到最高管理层。她最有名的就是在服务客户上非常投入，她经常飞越整个美国去见客户，给客户在管理资产上提供额外的帮助。她47岁，成为这个有2.6万名员工的公司的最高管理人。她受人尊敬，一是因为她投资理财的专业能力很强，二是因为她的领导能力卓越非凡。

我们俩的会面就在摩根大通的全球总部，那座古典的联合碳化大楼里，那里可以俯瞰派克大街和曼哈顿的摩天大楼。我坐上电梯前往会议室，摩根大通资产管理集团的公关部主管达林·奥多约讲了一个她自己的故事，深深触动了我，从中也可以看出，我要见的这位首席执行官是个什么样的人。奥多约一直想当节目主持人，却在摩根大通的公募基金部门找到了工作。后来能转到公关部门，还是厄道斯的功劳。厄道斯让奥多约去当制片人，

做一档晨间会议广播，播放给财富管理集团全球2万多名同事，他一听就惊呆了。

“我对投资知道得不够多！”奥多约反对说。

“是你告诉我，你一直想当一个节目主持人。”厄道斯说，“现在你要更上一层楼，成为一个谈话节目的制片人。”

“她看我看得很透，比我自己看自己还要透。”奥多约告诉我。

不管这些员工在公司做的是什么工作，厄道斯都用自己的方式，尽可能多地了解他们。此外，她还尽量想方设法地留出固定的时间，和她的三个小女儿共进午餐，开车送她们上学，大多数日子都是这样的。这是厄道斯这位母亲的方式，这种方式既让她成为非凡的企业领导者，又让她做好一个普通人——她就是这样独特。

罗宾斯：你领导着世界上规模最大的资产管理集团，请问你是怎么一路走过来的？你面对过什么样的挑战？指导你的基本原则是什么？

厄道斯：我想，你不可能精确地规划出人生要走的路，正好能让你到达你想去的地方，很多事情发生了，有的靠运气，有的是环境的关系。

我还记得我得到的第一只股票——联合碳化，这是我奶奶送给我的生日礼物。我那时有七八岁吧，那个年纪开始记事了，但是毕竟还很小，我不知道拿这股票该怎么办。

我奶奶告诉我的第一件事情是：“这个股票不能卖掉。”当时我不敢肯定我能不能做到，但是我奶奶说：“这就是复利的价值，如果你一直拿着这只股票，那么这只股票就有希望随着时间的推移不断地增值，最后你得到的价值要比现在大得多。”奶奶这番话，在七八岁的我的心里种下了投资的种子，让我知道了储蓄的重要性，让我开始思考资金管理。当时我已经感觉到我对数字很敏感，对于我来说存钱比花钱的概念更强大有力。

正好我父亲也在金融行业工作，这对我很有帮助，有很多周末他在办公室加班，我就陪着他在办公室“玩”，我坐他的办公桌，让我的几个小弟弟坐他助理的办公桌，我当然是大姐大啦！我们就这样在陪着爸爸加班中长大，很有乐趣。我想，这让我觉得金融服务业多么有趣好玩，又多么让人兴奋激动，它不是什么让你恐惧害怕的东西。在我人生的早期阶段，这种感觉对我很有帮助。

罗宾斯：你所在的金融行业，一直都是男性做主导。这一路走过来，你面对了哪些最大的挑战？

厄道斯：资金管理这个行业，用业绩说话。实际上这是个循环：你给客户管理资金的业绩好，他们就会投入更多的钱让你管理，他们投入更多的钱，你就会赚更多的钱。这就是我从我奶奶那里学到的复利的巨大作用。因为专注于业绩，资金管理这个行业更容易形成男女平等。你只要业绩表现好，就会成功。

罗宾斯：什么是领导力？你怎么定义领导力？

厄道斯：不要把管理和领导搞混，这一点很重要。我的看法是，管理是我自己不愿意做的事，也不要让任何人去做。领导就是每天早上醒来，努力让你领导的这个组织变得比以前更好，我真的相信，我是为了摩根大通资产管理集团的人工作的，而不是让大家为我工作。正是因为这个原因，我要努力比大家看自己还要看得更高更远。

我做过投资组合经理、客户顾问、企业领导者，我知道，我们能够为客户取得什么样的成就，所以我觉得我的工作并不是领导我们的团队，而是钻到战壕里，与团队一道战斗，与团队一路同行，

我认为，从很多方面来说，你要么天生有领导力，要么就没有，但这并不意味着你不能。持续不断地修炼，持续不断地精进，搞清楚什么领导方法有效、什么无效。领导的风格要随着不同的人、不同的环境而有所改变，但是领导的基本原则是一直不变的。

罗宾斯：最近我访问了罗伯特·席勒博士，他曾赢得诺贝尔经济学奖，他谈到金融机构在这个世界上做的所有好事，人们都以为那是理所当然的。你认为金融机构的名声是不是已经变差了？能做些什么来恢复金融机构的声誉？

厄道斯：因为发生了金融危机，所以这可以理解，为什么有些人对金融行业失去了信心。回过头来看，确实有些事情需要改变，有些产品太复杂，太容易让人困惑。但是总体来说，金融服务行业对这个世界做出了很大贡献。我们为公司提供成长所需要的资本，最终推动了就业增长。我们帮助个人把他们辛辛苦苦赚来的钱储蓄起来，去做投资，赚更多的钱，让他们有钱去做自己想做的事，例如买房子、付大学学费、退休后能过上舒服的晚年生活，我们支持当地的社区发展，在金融上支持，也用我的智力资本和物质资本积极支持。

我非常骄傲能加入金融行业，我也更加骄傲能够加入摩根大通资产管理集团。我们有2.6万名员工，每天努力工作，为客户提供服务，总是尽力做正确的事。我们有个说法是，如果你不愿意让奶奶买这个产品，那么这个业务我们就不应该做。这种看问题的方法非常简单，但是非常重要。

罗宾斯：有个敏感的话题。我可以肯定，如果你问瑞·达利欧、约翰·博格、戴维·斯文森、沃伦·巴菲特，他们都会说主动管理型投资长期而言无法战胜市场。96%的主动管理型基金经理无法战胜指数，我想听听你对这个问题的看法，因为你的投资业绩一直非常出色。

厄道斯：成功投资面临的最大困难是，没有一个包治百病的万能投资方式，但是如果你看看世界上最成功的投资组合经理，你会发现，他们很多人都是积极主动地管理资金，买进和卖出他们觉得自己比市场看得更加清楚、更加明白的公司股票。他们的历史业绩记录已经证明了主动管理型资金经过长期的复利，可以让你的投资组合业绩有极大的不同。主动管理型基金经理能够做的就是，分析两个看起来非常相似的公司，根据深入研究做出判断，哪个才是更好的长期投资。在摩根大通资产管理集团，我们身边有好多基金经理，在较长的一段时间内，他们都做得相当成功，这也正是为什么客户会让我们来帮助管理2.5万亿美元的资产。

罗宾斯：伟大的投资者几乎总是在寻找风险—收益不对称的投资机会，对不对？那些超级富豪一直在做这样的事。请问，普通的投资者现在如何能够获得财富又不用承担风险，或者至少是获得财富而只承担很小的风险，如果他们现在不是超级富有的话？

厄道斯：这件事和财富水平没有关系，关键是你要有周密的准备，能够得到良好的投资建议，然后一直坚持你的投资计划。经常发生的情况是，他们刚开始也是按照计划做分散投资，但是随着市场情况的变化，他们就开始想要预测市场的未来走势，要么是行情上涨的时候想抓住更多上涨的机会，要么是在行情下跌相当不利的情况下想要更好地保护自己，结果偏离了原来分散投资的计划。但是这样预测市场走势、择时交易是非常危险的，因为你根本不可能准确地预测到每一种情境。

一个做到良好分散投资的组合，能帮助你俘获那些尾部风险，这些风险不大，但是能够带来巨大回报。你如果坚持原来的计划，长期而言，就能创造出数量巨大的财富。

罗宾斯：今天的投资者最大的投资机会有哪些？最大的挑战又有哪些？他们需要做好什么准备？

厄道斯：我想，将来我们回头看现在，肯定会说："那是一个应该投资的绝好时机。"我们现在这个经济体系流动性很大，可以解决很多过去的错误。但是，现在是个5年投资的好机会，特别是那些有长期增长前景的投资项目。很多投资者现在只想要稳定的收入，温和的波动性、流动性。这是由于2008年金融危机的影响还在心头萦绕，很多人非常担心："如果我现在就需要钱，我能拿到钱吗？"如果你并不是现在就需要钱，就拿这些

钱去投资吧。你的这些投资，未来5~10年会给你带来丰厚的回报。到时候回头看，你会非常庆幸自己实在是英明果断。

此外，金融行业在法律法规上做出了很多改变，努力保证未来有更好的投资环境。这并不是说，以后就不会有异常巨大的市场波动，但是整个市场体系更好，所以也应该会更安全。

罗宾斯：每一次和白手起家，后来赚到几十亿财富的超级富豪交流，我都会问他这个问题：有了几十亿财富，财务压力是不是从此离你而去了？

厄道斯：财务压力永远不会离去，不管你有多么巨大的财富，不管你取得多大的成功。

罗宾斯：怎么会这样？

厄道斯：不管你处于什么人生阶段、什么财富水平，你都想确定你是在最高效地使用你的钱，不管你是花钱做医疗保健，还是花钱让家人生活得更好，或者你想确保你的钱做的长期投资是合适的，能够满足将来子孙后代的需要，或者能够实现你的慈善捐赠目标。

罗宾斯：这种财务压力有没有什么解药？你碰到财务压力时如何缓解？

厄道斯：我自己缓解心理上的财务压力，关键在于正确恰当地处理问题，集中关注那些你能够控制的事情，比如确保每一天你能做多少就尽可能地做多少，你能给予多少就尽可能地给予多少。千万不要失去平衡，照顾好你自己，做个完整的人；照顾好你的工作，做个优秀的专业人士；照顾好你的家庭；照顾好你的朋友；照顾好你的头脑；照顾好你的身体。每隔一段时间，肯定会有些事情偏离正轨，这很正常，但是如果它们一直偏离正轨，那就不正常了。

罗宾斯：如果你一分钱都不能留给孩子，只能留给他们一套规则，或者一套投资组合策略，或者一个资产配置策略，那么它会是什么？

厄道斯：长期投资，一直持有很多年，只有你真的需要钱的时候，才卖出一些投资，够用就行了。具体构建什么样的投资组合，因人而异。例如，我有三个女儿，三个人年纪不同、技能也各有不同，而且随着时间变化，她们也会发生变化。有的人花钱可能更多一些；有的人可能更加节俭。有的人要找个好工作，想让自己赚很多钱；有的人可能天性喜欢做慈善。有的人可能结婚；有的人可能不愿意结婚。有的人会要孩子，有的人可能不愿意要孩子。总之，她们会有很多不同的地方，相当于方程式有很多不同的变量。每一个单独的变量，都会随着时间的推移而改变，这正是为什么

从她们出生的第一天起，我就给每个孩子分别设立了一个投资组合，每个人的投资组合会随着时间的推移而改变。

罗宾斯：你的孩子们多大了？

厄道斯：11岁，10岁，7岁。她们都很有意思。

罗宾斯：我读了很多关于你的采访报道，按照我的理解，你相信“工作生活合二为一”。能给我们更加详细地解释一下吗？

厄道斯：我真是非常幸运，能够在摩根大通这样一家公司工作，因为公司对员工的家庭非常支持，给了员工很多的灵活性，可以选择对自己最好的方式来安排好工作和生活。这意味着你可以早点儿下班，去看孩子的足球比赛，但是比赛完了你会重新回到公司，晚上加班，直到你的工作任务完成。或者周末把你的孩子带到办公室，一边加班一边陪着孩子，两不耽误，就像我小时候父亲周末带着我去办公室加班一样，我们都有一些工作上的选择和安排，可以去做对你和你的家庭最好的事情，同时也不会耽误你及时完成工作。

罗宾斯：哈哈，你的孩子就像你小时候坐在你父亲办公室里一样！孩子坐在你的办公桌后面，为未来做好准备。

厄道斯：对，我的工作和家庭生活，其实都是一回事，都是我的生活，都是我的人生，我总是决心要做到工作和家庭都要好，这才是我想要的最美好的人生。

# 第39章 布恩·皮肯斯：努力致富，努力给予






美国石油资本管理公司董事长兼首席执行官

布恩·皮肯斯，美国全国广播公司财经频道称其为“油神”，他总是能够超前自己所处的时代一大截。20世纪80年代早期，他是最早的一批公司袭击者，尽管他一直更喜欢“股东维权者”这个名号。布恩·皮肯斯早期重点关注的是股东价值最大化，那个时候几乎没有人听说过这种事，而现在股东价值最大化成了美国公司文化的一个标准。正如《财富》杂志所说的那样：“布恩·皮肯斯提出的曾经一度被认为是革命性的想法，现在大家一致认为这是理所当然的做法，而且是经济发展进步的关键所在。”

21世纪早期，皮肯斯成为一名对冲基金经理人，他年满70岁之后挣到了自己第一个10亿美元，通过投资能源类资产，他的职业生涯焕发了第二春。在接下来15年里，他把10亿美元变成了40亿美元，其中20亿美元后来又亏掉了，还有10亿美元捐了。

布恩·皮肯斯一直是个乐观主义者，最近第五次结婚。尽管已近90岁高龄，但他在社交媒体上有巨大的存在感，丝毫没有显露出慢下来的迹象。2013年布恩·皮肯斯未被列入《福布斯》美国400富豪排行榜，他发了一段非常有名的微博：“别担心。我还有9.5亿美元，我会做得很好。有意思的是，我捐了10亿美元，比我现在拥有的财富还要多。”我们俩交谈的时候，谈到个人财富缩水的事，布恩·皮肯斯说：“托尼，你是知道我的，我会再赚回来两个10亿美元，再过一两年就行。”

布恩·皮肯斯，1928年出生，正赶上美国经济大萧条，他起步的时候真是一无所有。12岁他就开始送报纸赚钱了，他最初送28种报纸，后来增长到156种报纸。他把这份少年时代的送报工作称为“通过并购实现增长”的入门课。1951年从俄克拉荷马州立大学毕业后，布恩·皮肯斯进入菲利普斯石油公司工作，1956年他自己创业，1964年他把自己的公司更名为梅萨石油公司，并逐步将其打造为得克萨斯州的一个能源王国。到1981年他的梅萨石油公司成为当时世界上最大的独立石油企业。布恩·皮肯斯在20世纪80年代的企业并购成为一个传奇，在此期间，海湾石油、菲利普斯石油、加利福尼亚州联合石油都一度成为他最著名的并购目标。

但是布恩·皮肯斯的运气（和财富）总是在变化。1996年他离开了梅萨石油公司，他创办的对冲基金公司的盈利螺旋式大幅度下滑，很多人都不把他当回事了——因为他很快就要亏损90%的投资资本。但是布恩·皮肯斯上演了这个行业里的一个超级大反转，他把投资基金最后剩下的那300万美元又变成了好几十亿美元。

我们前面访谈的每位投资大师都主要关注两大资产类型——股票和债券，布恩·皮肯斯的英国石油资本公司的对冲基金却并非如此，他赌的是能源期货和衍生产品市场的走向。尽管本书致力于帮助人们取得财务独立，但布恩·皮肯斯说，美国过度依赖国外原油，这是最大的危险因素，对于美国整

个国家安全来说是如此，对于我们经济上的幸福安宁也是如此。作为一个总是走在曲线之前的人，布恩·皮肯斯发起了一场改革运动，他要让美国这个国家摆脱对欧佩克（石油输出国组织）石油的依赖，他提出了皮肯斯计划，建议推行能源新政策。

我一直是布恩·皮肯斯的粉丝，从我长大能够记事起便一直如此，我现在很荣幸地能够称他为我的朋友。布恩·皮肯斯非常亲切和蔼，参加过我举办的很多场财富讲座活动，并发表演讲。下面的内容是我们最近谈话的节选，内容包括积累财富，保护美国能源的未来，还有他低微的出身。

罗宾斯：我一开始想讲的第一件事是，你出生的那个不可思议的故事，你总是说，你是“世界上最幸运的家伙”，而且你这样说是很认真的。请给我们详细讲讲。

布恩·皮肯斯：我的妈妈是1927年怀孕的，我是1928年5月出生的，在俄克拉荷马州乡下的一个小镇上。医生对我父亲说：“汤姆，现在你必须做出一个艰难的决定，要老婆还是要孩子，只能保住一个人的命。”我父亲说：“不可以，你肯定有办法，让母子两个人都能保住。”我们小镇上只有两个医生，幸运的是，给我妈妈接生的医生是个外科医生，他说：“好吧，汤姆，要做到你说的母子两个都保住，只能做剖宫产手术。我从来没有做过，但是我见过，我也读到过这方面的书，我可以展示给你看。”于是这位外科医生带着我父亲穿过房间，给他看一本书上有一页半讲剖宫产手术的内容。“汤姆，我要做的手术只写了这么一页半。”他说。我父亲读了一页半的内容，看着医生的眼睛说：“我想你肯定能做到。”他们两个人一起跪下来祈祷。后来他说服这个医生给我妈妈做了剖宫产手术，这才把我生出来了。

罗宾斯：我的天哪！

布恩·皮肯斯：又过了30年，他们那家医院才再一次做了一例剖宫产手术。

罗宾斯：你父亲真是太有勇气了，关系到他深爱的妻儿两人的生命时，他也有勇气拒绝别人的建议，还有勇气说肯定有别的办法，他没有屈服。这件事肯定影响了你的人生，对不对？别人说不，你肯定不会轻易接受。

布恩·皮肯斯：不会，我肯定不会。

罗宾斯：你的父亲真是为你树立了一个榜样，有能力做出重大且困难的决策。你生下来了，你的妈妈也活得很好。多么美好的故事啊。我现在明白了，为什么你总是说你是“世界上最幸运的人”。

布恩·皮肯斯：是的。

罗宾斯：你说过，从小诚实的概念就深深影响了你。但是，不幸的是，在金融行业，很多人并不是把诚实当成做人做事的核心原则。

布恩·皮肯斯：我十几岁时天天送报，有一天拿着报纸走在路上，无意间低头一看，忽然看见路边草丛上有什么东西，仔细一看，是个钱包。我拿起钱包，认出这是一个邻居怀特先生的，他就住在我送报的这条路上，他曾几次付钱给我，所以我记得这是他的钱包。于是我跑过去敲他家的门，见到他出来马上说："怀特先生，我捡到了你的钱包。"他大叫一声："哦，我的天哪！你可帮了我的大忙！谢谢你，我要好好感谢你。"怀特先生给了我1美元，我简直不敢相信，那个时候，1美元可是很大一笔钱，能买好多东西。

罗宾斯：当然啦。

布恩·皮肯斯：那是1940年，我才11岁。

罗宾斯：噢。

布恩·皮肯斯：于是我回到家里，我可高兴了，逐一告诉我的妈妈、婶婶、奶奶，我怎么碰巧捡到钱包还给怀特先生这件事，当然还要自豪地说，怀特先生给了我1美元。她们听了却都是摇头，我一看就知道她们不喜欢我讲的这件事。我说："你们听明白了吗？怀特先生非常高兴，因为我捡到了他丢的钱包，赶紧把钱包还给他。"奶奶看着我说："好孩子，你不应该因为诚实得到奖励。"于是我决定把这1美元还给怀特先生。

罗宾斯：这种事肯定让人终生难忘！勇敢和诚实，这两个价值观确实塑造了你。我记得读到过你说的一句话，那时我还小，这句话让我很受启发。我总是非常着迷于这个问题，是什么东西让一个人成为一个领导者，而不是追随者。你说过你想按照自己的想法活出你自己的人生。我记得你让我小时候很受启发的那句话是：领导的秘密就是要决断。

布恩·皮肯斯：1984年，我想收购海湾石油公司，我觉得这家公司的管理团队太弱了。我说："这些人甚至都不敢扣动扳机。他们只是瞄准，再瞄准，却从来不会开火。"

罗宾斯：你说得太形象了。那么你能够快速开火吗？

布恩·皮肯斯：很多人是让人摆到领导位置上的，这让我气得发疯，因为这些人当了领导却不敢做决定。这些人不愿意自己做决定，他们希望别人来为他们做决定。我不一样，我能很快地做出决定，我觉得我做出的决定会

很好，我会看到好的结果。

罗宾斯：不错，结果才能证明理论是否正确。结果表明你的想法肯定是正确的。你成了拥有几十亿美元的大富翁，因为你对能源行业的理解更加准确，而且充分利用了这个优势做出正确的投资决策。

布恩·皮肯斯：我21次预测油价，19次都预测准确。

罗宾斯：21次预测对了19次，成功率太高了！

布恩·皮肯斯：是的。我是在美国全国广播公司财经频道的节目上公开预测的。

罗宾斯：这简直太不可思议了。你预测油价会达到每加仑4美元，是吧？当时是2011年，根本没有人想到油价会反弹到那么高。

布恩·皮肯斯：我在你搞的讲座上演讲时公开说过，托尼，那是2011年在太阳谷，我冒着风险公开说，到7月4日美国独立日那个周末，我们会看到油价达到每桶120美元，结果确实如此。我记得我说，全球石油需求会上升到每天900亿桶，所以价格必须上涨，和这么高的需求水平相匹配。

罗宾斯：我的很多白金合伙人，按照你的预测押注油价会涨，结果赚了很多钱。你让他们买入合成看涨期权，以充分利用那次油价上涨来赚钱。你的预测太准了，非常感谢你。那么，回顾你过去多年优异的历史业绩记录，有条主线，我在很多卓越的投资大师身上一次又一次地看到，那就是非常关注风险—收益不对称的机会。请问，你认为应该如何减少风险，或者如何确认冒这些风险和潜在收益相比是值得的？你在风险—收益不对称投资机会上的投资哲学是什么？

布恩·皮肯斯：你如果读工商管理硕士，他们肯定会教你：减少你的下行风险，给你自己更大的上行收益，那么好的投资回报就会来了。但我从来不用这种方式做投资。

罗宾斯：真的吗？

布恩·皮肯斯：听我说，有些交易会比别的交易好得多。我想，我们在分析风险上做得很好，但是我不能具体告诉你，我究竟是怎么做出一个决策的。我知道，要是我击中了，我就能击出本垒打，也就是说我做对了，就会大赚特赚。同样的一件事，也许我会三振出局，就是说我也可能输得精光。我愿意承受大风险追求大回报。

罗宾斯：好的，我明白了。那么，我来问问你这个问题：如果你的金融财

富一分钱也不能传给你的孩子，只能传给孩子一套投资哲学，或者一套投资组合策略，那么会是什么？你会如何鼓励他们，好让他们能够长期投资之后拥有很大的财富？

布恩·皮肯斯：我十分相信，如果你有一套好的工作规范，你要把它传给子孙后代。如果你有了良好的教育，再加上一套好的工作规范，你又愿意努力工作，我相信你肯定会实现自己的人生目标和财富目标。我觉得，我的那一套良好的工作规范，是在我的老家俄克拉荷马州那个小镇上学到的。我看到我的奶奶、妈妈、爸爸都非常努力地工作，我看到我周围的人都在努力地工作。我看到那些受过良好教育的人赚的钱更多。

罗宾斯：听起来，你不是教给他们一个投资组合，你更想教给他们一套思维模式，一套工作规范。

布恩·皮肯斯：是的，你说的对。

罗宾斯：你赚到几十亿财富，又亏掉几十亿财富。钱对于你来说是什么？财富对于你来说又意味着什么？

布恩·皮肯斯：我可以告诉你我过去什么时候觉得自己非常富有。

罗宾斯：什么时候？

布恩·皮肯斯：就是我有12只捕鸟猎狗的时候。

罗宾斯：那时你多大年纪？

布恩·皮肯斯：那时我50岁。

罗宾斯：真的！

布恩·皮肯斯：那一天我在打猎。我一直养捕鸟猎狗，我一直是个捕捉鹌鹑的猎手。我父亲是，我也是，但是我只是在后院养了一只捕鸟猎狗。后来我的捕鸟技术提高了，我就养了两只捕鸟猎狗。后来我养的捕鸟猎狗多到12只，我就建了一个狗屋。有一天我说：“你知道吗，我是一个大富豪了，我有12只捕鸟猎狗。”

罗宾斯：你用你的财富给美国做了那么多有益的事。我知道，你是有史以来给大学捐赠最慷慨的人，你已经给你的母校俄克拉荷马州立大学捐赠了5亿多美元，这简直太让人吃惊了。

布恩·皮肯斯：我的目标就是让俄克拉荷马州立大学变得更有竞争力，在运

动上，在学术上，都更有竞争力。我非常荣幸能向我的母校捐赠。

罗宾斯：你在2005年给俄克拉荷马州立大学运动队的捐赠，是美国大学生体育协会历史上最大的一笔捐赠，对吗？

布恩·皮肯斯：是。

罗宾斯：这太令人震惊了。我知道这只是你捐赠和给予的一部分而已，你的善举让我非常敬佩。让我们换个话题，谈谈能源独立这个大问题。你在石油行业发了大财。按理说，你应该最不可能是那个鼓吹美国能源独立的人，可是最近7年这却成了你的使命。请给我们讲讲你的皮肯斯计划。

布恩·皮肯斯：我正想谈谈这个事。美国人是对石油上瘾了，这种油瘾威胁到了美国的经济、环境和国家安全。每过10年，这个问题就变得更加严重。1976年美国进口原油占比为24%，现在美国进口原油占比接近70%，而且比例还在不断提高。

罗宾斯：所以你现在想把我们从那种石油进口依赖中解脱出来。

布恩·皮肯斯：是的，我们把美国的国家安全放到了那些可能并不友好也并不稳定的外国政府手里。如果美国用的原油70%都要依赖外国进口，那么在这个世事难料的世界上，美国就处在危险的境地。再过一个10年，美国进口原油的成本会达到10万亿美元，这会是人类历史上最大的财富转移。

罗宾斯：这简直难以想象。你有什么解决方案吗？

布恩·皮肯斯：我们应该搞能源升级，开发利用可再生能源，这能让美国获得巨大的好处，但是这并不能解决欧佩克问题。欧佩克是那些石油输出国搞的组织，实际上跟再生能源没有关系。风能和太阳能都是交通运输车辆可以使用的能源，天然气也可以派上大用场。全世界使用的原油总量，70%是用在交通运输上的。我们要退出欧佩克实现能源独立自主，唯一的依靠就是美国自己的天然气，或者美国自己的原油。

罗宾斯：那么我们应该怎么做？

布恩·皮肯斯：美国每天要进口1200万桶原油，其中500万桶是从欧佩克国家进口的。我们需要在美国生产更多的天然气，才能摆脱从欧佩克进口这么多原油。我们有足够多的资源，完全能够做到这一点。托尼，我们现在就坐在天然气田上，我们座位下面的天然气储量足够美国使用100年。我们的天然气储量相当于4万亿桶原油，这是沙特阿拉伯原油储量的3倍。如果美国不能充分利用自己如此巨大的天然气资源，我们就会和最愚蠢的螃蟹爬到城里的下场一样。

罗宾斯：这太让我震惊了。

布恩·皮肯斯：天然气现在非常便宜。100美元买1桶原油，按照油气当量，相当于16美元买到1立方米天然气的热量，可是我们从来没有见过天然气价格达到过1立方米16美元。不管是运输还是发电，现在任何人使用能源都应该优先考虑更加便宜的天然气。

罗宾斯：我知道你花了自己很多时间、精力、金钱，宣传你的这个皮肯斯计划。你把你的计划传播给美国公众，出钱在全国范围宣传，在媒体上大打广告，这么大的投入有效果吗？

布恩·皮肯斯：2008年，我在华盛顿发起了皮肯斯计划，我用自己的钱在这个计划上投入了1亿美元。我觉得，在争取美国能源独立自主这件事上，我能做的事情我都做了，这是美国的大事，我们要给美国搞一个能源计划。

罗宾斯：在本书里我谈了很多资产配置。可以说，你把所有资产都配置在能源行业上了。你人生中大多数时候都是这样重仓能源行业，对吗？

布恩·皮肯斯：你说的对，但是在能源行业里有很多不同的板块。我们的投资横跨整个能源领域，但是没有超出能源行业这个大板块。

罗宾斯：这是你个人独特版本的资产配置。如果你是一个普通的个人投资者，今天要做投资，比如你现在手里只有5万美元可以投资，你会把这5万美元投到哪里？

布恩·皮肯斯：我会投资到能源行业的下游，在这里你会看到一些炼油公司等。我这辈子大部分时间都花在能源行业的上游，主要是做勘探和开采。但是现在天然气比石油便宜了。天然气行业非常有吸引力，这是一个值得投资者关注的领域。总体而言，我觉得石油和天然气行业，有着非常光明的未来，这是因为科技的发展进步。我们在科技上的进步，简直令人难以置信。从自然能源的角度来看，美国现在看起来要比10年前做得好多了。10年前我可不是这样想的，那时我可不像现在这样对美国未来的能源状况充满信心。

罗宾斯：请问，是什么在驱动你一路奋斗？

布恩·皮肯斯：托尼，你知道，在现在这个时间点上，驱动我的动力是我喜欢赚钱。我也喜欢捐钱，相比之下我更喜欢赚钱，但二者非常接近。我坚信，我能幸运地来到世界上，有一个原因是要成功，要赚大钱，要慷慨大方地花大钱。

罗宾斯：慷慨大方地花大钱？

布恩：慷慨大方地捐大钱。我有个人生目标，就是要在生前捐出10亿美元。你知道巴菲特和比尔·盖茨发起的给予誓言行动吗？就是自愿捐出一半的个人财富。他们打电话给我，让我参加。我说："你看一下1983年以来的《财富》杂志，你们为什么不加入我搞的俱乐部？我在这个俱乐部里说了，我要捐出90%的个人财富，比你们号召捐出的50%还要多出40%。"

罗宾斯：你的捐赠比例真是太高了。

布恩·皮肯斯：每天我都去办公室上班，我天天早上盼望着去办公室上班。我这辈子一直都是这样过来的。所以我的工作对于我来说就是一切，但是你可能会说"不，我的家庭对于我来说才是一切，你不能那样说，工作并不是一切"。应该说，工作和家庭都充满乐趣。我和家人在一起的时候，很有乐趣，我工作的时候，也很有乐趣。结果并不完美，但是已经够好了，它能让你觉得，第二天你会来个本垒打，大赢一把。也许后来没有大赢一把，但我仍然认为每天我都有机会大赢一把。

罗宾斯：你启发了我，就像你启发了世界上很多人一样。我受到你的激情感染和全力以赴的启发。布恩·皮肯斯，现在你80多岁了，取得了这么多非凡的成就之后，你还在持续进步，持续成长，持续给予。

布恩·皮肯斯：谢谢你，托尼，你也一直是个非常成功的人，帮助了很多人，也许你帮助的人比我还多。

罗宾斯：噢，我也不知道帮过多少人。

布恩·皮肯斯：但是我们俩都是人生赢家，因为我们俩真的在持续给予。

罗宾斯：这一点我同意。我非常敬重你，我的好朋友。谢谢你！

# 第40章 凯尔·巴斯：风险大师





海曼资本管理公司创始人

凯尔·巴斯原来是一名水平很高的潜水员，他了解物理学的基本原则，他清楚地明白，涨上去的肯定还会跌下来。这正是为什么在2005年美国房地产市场一片红火时，他开始问一些别的人根本不会想更不会问的问题，例如“如果房子价格不能持续上涨（直到永远）会发生什么情况？”这些问题导致凯尔·巴斯下了世界上最大的赌注，就在2008年美国房地产即将崩溃并导致经济崩溃之前。这笔交易让凯尔·巴斯赚到了人生第一个10亿美元。凯尔·巴斯后来仅在18个月里就达到600%的投资收益率，这让他在业内牢牢树立了自己的地位，成了当代最聪明又最具头脑的对冲基金经理。

凯尔很少接受采访，但是，他还在读大学的时候恰巧读到过我的书，那本书启发了他，所以他愿意接受我的采访。我很荣幸能飞到得克萨斯州，和他面对面交流。我们俩坐在他的办公室里，那是一栋摩天大楼，能俯视达拉斯这个伟大的城市。凯尔·巴斯是少数特立独行的金融大腕儿，认为远离美国金融中心纽约反而会给他带来竞争优势。“我们不愿意让那些噪声淹没掉。”他说。

凯尔·巴斯为人很低调，很谦卑，也很平易近人。我问他，他提出什么样的问题，导致他敢于对赌当时非常火爆的房地产市场。凯尔·巴斯回答说：“托尼，这东西又不是什么火箭科学，这只不过是个达拉斯的傻瓜问的问题罢了。”

凯尔·巴斯跟他太太、孩子生活在一起，他在得克萨斯大学投资管理公司的理事会工作，帮助监管美国最大的公共捐赠基金，资产规模超过260亿美元。你可能还记得，我在本书前面讲过凯尔·巴斯投资5美分硬币的故事，这个家伙教他的儿子学习理解风险—收益不对称，使用的方法就是购买市场价值200万美元的5美分硬币，结果他儿子第一天投资就赚了25%。事实上，凯尔·巴斯说了，他愿意把所有的个人财富都拿来买5美分硬币，只要他在市场上能找到这么多的5美分硬币，他肯定全部买下。

除了5美分硬币之外，凯尔·巴斯一直在极其专注地寻找更多更大的风险—收益不对称的投资机会，这让他下了最近100年来两个赚钱最多的赌注：第一次是赌美国房地产市场崩盘，第二次是赌2008年开始的欧洲债务危机。凯尔·巴斯说他正在做第三次大赌，这次规模更大。我们俩在凯尔·巴斯的办公室里谈了两个半小时，下面是内容节选：

罗宾斯：能给我们简单介绍一下你自己吗？

凯尔·巴斯：我原来是一名跳水运动员，跳板跳水和高台跳水。大家都觉得跳水主要是身体上的运动，但是其实90%是脑子里的活动，基本上就是你和你自己在脑子里做斗争。跳水让我受益匪浅。因为跳水教会了我如何用纪律约束自己，如何从失败中学习。其实，如何来对待失败决定了你是个

什么样的人。我有一对非常慈爱的父母，但是我父母从来没有存过钱。我发誓我绝对不会像他们俩那样把钱全部花光，一分不留。我父母都抽烟，我发誓我绝对不抽烟。我觉得，更能驱动我的都是那些负面因素，而不是正面因素。我的人生经历，有很多地方，和你的教导完全一致。

罗宾斯：你说得太对了。我去寻找能让人成功的一个共同决定因素，结果发现，有个因素远远胜过教育，远远胜过天赋，那就是饥饿感。

凯尔·巴斯：饥饿和痛苦。

罗宾斯：饥饿来自痛苦，如果很容易得到的话，你就不会有那种饥饿、渴求得到的感觉了。

凯尔·巴斯：对，你说的没错。

罗宾斯：那么，是你的饥饿感驱动你创立自己的基金，那是在2006年，对吧？

凯尔·巴斯：对。

罗宾斯：让我感到震惊的是，你一开始创造收益的速度简直太快了。

凯尔·巴斯：那是我运气好。

罗宾斯：第一年你就赚到了20%，第二年你赚了216%，对吧？

凯尔·巴斯：对。我只是碰巧比较早就预见到了房地产抵押贷款市场会发生的情况。我相信这个说法："幸运就是有准备的人碰到了机会。"我记得我是在上大学的时候，在你写的一本书里读到了这句话。是的，我准备好了，我喜欢这样，我很幸运，在正确的时间出现在正确的地方，因为在此之前我已经把所有需要都准备好了，就在等这一刻的到来。

罗宾斯：很多人都知道房地产市场有问题，但是没有人对此采取行动。那么你和他们有什么不同？是什么让你在这个板块的投资上取得成功？

凯尔·巴斯：你还记得吧，那个时候钱基本上是"免费使用"。2005—2006年，你可以用LIBOR（伦敦银行同业拆借利率）加上250个基点（一个基点相当于1/1000），拿到定期贷款，这样的利率水平，实在太便宜了，任何人都可以去融资并购一家他们想要的公司，这家公司只有一点点股东权益，剩下的就是一大堆债务，所以收购成本也非常低。那个时候我正在打电话给我的好朋友兼同事艾伦·福尼尔，我们想要搞清楚，跟房地产市场对赌如何不亏钱。那些权威专家一直在说"房价增长是就业增长和收入增长

的产物”，所以只要我们的收入在增长、就业在增长，房价就会持续增长下去。这种说法当然有很大缺陷。

罗宾斯：是的，我们后来都明白了。

凯尔·巴斯：我到美联储参加会议，那是2006年9月，他们说：“你看，凯尔，你对这方面不太了解，因为你是个新手。你要认识到，收入增长会驱动房价增长。”我一听就说：“等等，房价和收入水平中位数完美地同步增长，已经持续50年了，但是至少最近4年，房价每年增长8%，而收入水平每年增长只有1.5%，所以说我们现在看到房价和收入水平中位数之间有5～6个标准差[1]。”要让二者重新回到同步增长的关系，要么收入增长接近35%，要么房价下跌30%。于是，我打电话给华尔街的那些证券公司的分析师，我说：“我想看看你的分析模型。给我看看，如果房价一年只上涨4%、2%、0%，会发生什么样的情况呢？”2000年6月，假设房价持平，增长率为0%，拥有这个分析模型的公司，华尔街的证券公司里一家也没有，竟然一家也没有。

罗宾斯：你说的是真的吗？

凯尔·巴斯：真的一家也没有。

罗宾斯：这些家伙都是人云亦云，都是随大流。

凯尔·巴斯：2006年12月，我让瑞银证券给我构建一个分析模型，假设房地产价格持平，零增长，那么瑞银证券的模型分析表明，房地产抵押贷款资产池会损失9%。（抵押贷款资产池就是，一批房地产抵押贷款，有相似的到期日和利率，然后打包在一起，成为一个单独的资产包或证券，这就叫抵押贷款支持证券。这些抵押贷款支持证券得到了很高的信用评级，卖给投资者，卖点是有较高的预期收益率。假设房地产价格持续上涨，这个抵押贷款资产池就会给他们带来高收益。）但是如果房地产价格不上涨，或者说只是持平，那么这些抵押贷款支持证券会下跌9%。我一看，就打电话给艾伦·福尼尔，他以前在戴维·泰珀的阿帕卢萨投资管理公司工作，我跟他说：“就是这样，我们干吧。”于是我们俩合伙成立了一系列次贷投资基金，我组建了一家公司作为一般合伙人，我将这家公司命名为艾伦·福尼尔集团，因为我和艾伦·福尼尔打了那个电话。对于我来说，那个电话就像打开了开关。

罗宾斯：请问，你和艾伦·福尼尔打的那个大赌，风险—收益之比是多少？

凯尔·巴斯：嗯，大致可以这样讲，我赌房价下跌，每年只要支付3%。就是说，如果我赌1美元，房价后来上涨了，我就赌输了，可我最多只会输

掉3美分！

罗宾斯：太令人震惊了。也就是说你的风险，你赌房价下跌的代价，低得简直离谱。

凯尔·巴斯：是的，打赌房价下跌，我的成本只有3%。

罗宾斯：这是因为每个人都觉得，房地产市场肯定会持续上涨，永远上涨下去。那么你的上行收益是多少？

凯尔·巴斯：如果房价持平或者下跌，我就会赚到整整1美元。

罗宾斯：也就是说，如果你赌错了，下行风险是3%，如果你赌对了，上行收益是100%。

凯尔·巴斯：是的。我没有听那些房地产抵押贷款专家说的话，真是一件大好事。他们见到我就会说："凯尔·巴斯，你根本不了解你正在讲的这些东西，这不是你熟悉的市场。房价下跌这样的事根本不可能会发生。"我会说："你这样说，对于我来说并不是一个非常充分的理由。因为我在这上面已经做了很多研究，我也许并不明白你明白的每一件事。"但是我可以避免专家容易陷入的误区，只见树木，不见森林。

罗宾斯：你理解了风险—收益不对称的核心。

凯尔·巴斯：我听过很多这样的说法："房价下跌这件事根本不可能发生，因为这样整个金融体系都会崩溃的。"我觉得这样的理由也站不住脚。这是一种偏见，这种正面的、乐观的偏见，我们都有，这是人类的天性。如果你不是对自己的人生充满乐观，你就不会起床干活了，对不对？我们人类都有这种积极乐观的偏见。

罗宾斯：这种积极思考的人生态度，在每个地方都很有效，只有金融世界除外。

凯尔·巴斯：你说得非常对。

罗宾斯：更加令人震惊的是，你准确预测房地产市场崩盘之后，你又准确预测到欧洲债务危机和希腊债务危机。你是怎么做到的？我想知道你是怎么思考的，你思考时的心理状态。

凯尔·巴斯：2008年年中，贝尔斯登破产之后，雷曼兄弟破产之前，我和我的团队也是坐在办公室里，我说："好了，美国金融危机之后，就是全球金融危机，往往先是私人资产负债表出问题，然后转移到公共资产负债

表上出问题。我们搞个白板，重组一下全球各个国家的公共资产负债表。我们看看欧洲，看看日本，再看看美国。我们看看那些有很多债务的国家，我们要努力搞明白。”当时我想：“如果我是美联储主席，或者是欧洲中央银行行长，我想要充分理解这个问题，我应该做什么？我要怎么做？我会先看看我们自己整个国家的资产负债表。然后我需要知道的是，我们国家的银行体系规模有多大，要和两个指标相对而言：一个是国内生产总值，另一个是政府财政收入总额。

罗宾斯：很有道理。

凯尔·巴斯：我们大致看了一些国家，提出问题：“银行体系规模有多大？贷款规模有多大？”然后我们努力找出这些国家里面有哪些国家会变得糟糕，然后回过来推导，美国作为一个国家来说这又会有多么糟糕。然后我让我的团队打电话给一些证券公司的研究员，搞清楚这些国家的银行体系有多大。你猜猜，在2008年年中有多少家证券公司能搞懂各个主要国家的银行体系有多大？

罗宾斯：有多少家证券公司？

凯尔·巴斯：零。一家也没有。我们给每家证券公司都打电话了。

罗宾斯：啊！

凯尔·巴斯：于是我找了大量主权国家债务白皮书，全部都读了。这些白皮书大多数关注的是新兴市场国家的债务，因为从历史来看，重组主权国家资产负债表的都是新兴市场国家。

罗宾斯：发达国家只是在世界大战之后重组过资产负债表。

凯尔·巴斯：对。德国和日本两个国家把大量财富投入战争，结果战败后，欠下巨额债务。胜者为王败者为寇，胜利者得到大量战利品，失败者只能投降纳贡，每一次战争都是这样，这个世界就是这样运作的。在这种情况下，这次金融危机是世界历史上和平时期积累的最大债务规模。

罗宾斯：令人震惊。

凯尔·巴斯：那么银行体系有多大？我们到处寻找，搜集了很多数据，然后用了两个指标来衡量相对大小：国内生产总值，政府财政收入。这是一个艰巨的学习过程，因为以前从来没有人这样做过。

罗宾斯：听起来好像除了你们之外，从来没有人这样做过。

凯尔·巴斯：这又不是什么火箭科学，托尼，这只是有个达拉斯的傻瓜说："我怎么能搞懂这个问题？"我们做了研究，我画出来一些图表，我说："把这些国家从最差到最好按顺序排列。"谁是这张表上最糟糕的国家？

罗宾斯：冰岛。

凯尔·巴斯：冰岛排名第一，谁排名第二呢？这又不是火箭科学，你可以猜。

罗宾斯：希腊。

（凯尔·巴斯点头称是。）

罗宾斯：哇，我都猜对了。

凯尔·巴斯：我们做完了所有这些研究，我看着这些分析，我说："这不可能是对的。"我跟我的团队很夸张地说："如果这是对的，那么你们知道接下来会发生什么？"

罗宾斯：你说的对。

凯尔·巴斯：于是我接着问："哪里有针对冰岛和希腊的保险合同交易？"我的团队说"希腊是11个基点"。11个基点，就是0.11%，我说："好，我们要买10亿美元这种保险合同。"

罗宾斯：哇，买这么多。

凯尔·巴斯：提醒你一下，那是2008年的第三季度。

罗宾斯：在那个阶段，这是灾难即将来临的不祥之兆。

凯尔·巴斯：我打电话给哈佛大学的肯尼思·罗格夫教授，他根本不认识我。我说："我花了好几个月构建了一张全世界的资产负债表，我想搞明白全世界的资产负债情况，我们构建出来的全世界资产负债的结果，让我觉得情况实在太糟糕了。"我急切地说，"我想，我肯定是有什么地方搞错了。请问，我可不可以去拜访您，请您看看我们的研究成果？"他说："非常欢迎，你一定要来。"

罗宾斯：太好了。

凯尔·巴斯：2009年1月，我去拜访肯尼思·罗格夫教授，我们俩谈了两个半

小时。我永远不会忘记那一幕：他，直奔数据分析汇总那一页，上面有张图表，汇合了所有数据，看完之后，他往椅子后面一坐，一手举起眼镜，说道：“凯尔·巴斯，我简直不敢相信，全球资产负债情况会是这么糟糕。”我一听心里马上大叫一声：“哦，天哪，我所有的担忧都得到证实了，这个人可是主权国家资产负债表分析之父啊。”很明显，如果他都没有想到过会有这种情况，那美联储主席和欧洲央行行长会想到吗？没有人想过这件事，更没有一个周密的应对计划。

罗宾斯：根本没有？

凯尔·巴斯：美联储主席和欧洲央行行长正在处理政府抛给他们的那些难题呢。

罗宾斯：这简直令人难以相信。我得问问日本的情况，因为我知道现在你关注的是日本。

凯尔·巴斯：现在，世界上最大的投资机会是在日本，要比上次次贷危机的机会更好。时机不是那么确定，但是收益率会是次贷市场的好几倍，我相信全世界压力聚集点就在日本，你要买一类保单的话，现在（差不多）是历史上最便宜的价格水平。

罗宾斯：那么，这要花你多少钱？

凯尔·巴斯：你要使用期权定价模型，有两个因素要考虑：一个是无风险收益率，另一个是基础资产的波动性。所以你可以想象一下，如果火鸡也是用这个理论来评估自己的风险（被主人杀掉的风险），那么基于火鸡过去活着的所有年份的历史波动性数据，分析结果会是风险为零。

罗宾斯：是的。

凯尔·巴斯：在感恩节来临要吃火鸡大餐之前，火鸡的分析都是对的。

罗宾斯：等到感恩节要吃火鸡大餐那一天，一切都晚了。

凯尔·巴斯：你想想日本，它已经有10年在压制价格和抑制波动性。波动性很小，还不到0.5个百分点。日本的资产价格低到全世界最低的水平，无风险利率只有1‰。所以你要是询问期权的定价，公式基本上会告诉你，相当于免费。

罗宾斯：对。

凯尔·巴斯：如果日本的债券上升150～200个基点，就是上升1.5%～2%，

那就完了。整个金融体系就会爆炸了，这是我的看法。

罗宾斯：哦。

凯尔·巴斯：但是我的理论是，我也总是跟我们基金的投资人这么说：“如果移动了200个基点，那么将来就会移动1500个基点。

罗宾斯：是的。

凯尔·巴斯：要么就是静静地坐着一动不动，要么就是大爆炸。

罗宾斯：这些都符合你所说的“尾部风险”。请给我们讲讲什么是尾部风险，很少有投资者关注尾部风险。

凯尔·巴斯：你看看我正在做的事就明白了。我每年在日本债券上要花费3～4个基点，这就相当于1%的40%。如果你对这种情况的潜在结果的二进制看法是对的，这些债券将会有20%的收益率，甚至更高的收益率。所以说，我为一个期权支付的成本1%的40%，即4‰，可能会得到20倍的收益率。托尼，在世界历史上从来没有过定价错得这样离谱的期权。不过，这只是我的个人看法，我可能是错的。不过到现在为止，我一直是对的。

罗宾斯：你可能在选择时机上是错的。

凯尔·巴斯：我会告诉你是怎么回事。未来10年我可能一直都是错的，如果从现在开始10年之后我是对的，那么在它发生之前我还是有100%的概率能赢。人们会说：“你怎么会赌这种事会发生呢？以前从来没有发生过？”我会说：“如果我给你描述我刚才所说的那种情景，你却不像我这样做，你还可能会是一个精明的受托管理人吗？忘了吧，不管你认为我的预测分析是对还是错。当我给你看成本有多低时，你怎么会还不做这种投资呢？如果你的房子所在的地区很容易着火，200年前发生过一次大火把所有东西都烧了个精光，你这个业主怎么会不给这个房子买保险？

罗宾斯：我明白了，这太让我感到震惊了。那么，我要问你这个问题：你认为自己是一个愿意承受相当大风险的投资人吗？

凯尔·巴斯：不是。

罗宾斯：我也觉得你不是。这也正是我为什么会问你这个问题的原因。你为什么说你不是一个愿意承受风险的人？

凯尔·巴斯：让我换个说法，说得更清楚一些。承受相当大的风险，意味着我们可能会亏掉所有的钱，我从来不会把自己置于这种让人一记重拳击倒

输掉比赛的地步。

罗宾斯：请回答我最后一个重要的问题：如果你一分钱都不能留给你的孩子，只能留给他们一个投资组合清单，或者一套投资原则，那么你会告诉你的孩子什么？

凯尔·巴斯：我会给他们价值200万美元的5美分硬币，因为硬币在手，他们就什么也不用担心了。

罗宾斯：你已经买了200万美元的5美分硬币了，你给孩子的投资组合已经做好了。哦，我的天，这也太疯狂了。什么东西给你带来了生活中最大的快乐？

凯尔·巴斯：我的孩子们。

罗宾斯：难以置信。

凯尔·巴斯：我可以百分之百地肯定，孩子给我带来的快乐最大。

罗宾斯：凯尔·巴斯，谢谢你，和你聊天，我太开心了，我还学到了很多东西！

---

[1]在金融投资领域，标准差用在投资年化收益率上来衡量投资的波动性，标准差用历史数据计算出来的结果代表历史波动性，投资者用它来估计未来预期波动性的大小。

# 第41章 麦嘉华：被称为末日博士的亿万富豪



麦嘉华有限公司董事长，《股市荣枯及厄运报告》作者

麦嘉华做了一份投资通讯，叫作《股市荣枯及厄运报告》，他对市场的看法，这个名字应该会给你一个提示！但是这个来自瑞士的亿万富豪，可不是个一般人。我和麦嘉华认识好多年了，他这个人的生活多姿多彩，说话直来直去，在投资上总是喜欢唱反调，是个标准的逆向投资者，他总是遵循18世纪的投资大师巴伦·罗斯柴尔德的教诲："最好的买入时机就是街上血流成河的时候。"就像约翰·邓普顿爵士，他追逐的股票，都是别人不重视或者远远避开的东西。这正是很多人聚焦美国股市的时候，只有麦嘉华转向亚洲市场寻找成长股投资机会的原因。麦嘉华经常直言不讳地批评所有国家的中央银行，特别是美联储，他谴责美联储把世界经济搞得很不稳定，因为美联储大搞量化宽松，把数以万亿的美元货币投到市场里，让市场好像发了洪水一样，而这些货币可以说都是凭空"印"出来的。

麦嘉华得到一个外号，叫作"末日博士"，这是因为他多年出版《股市荣枯及厄运报告》，持续不断地预测当前市场最流行的资产定价过高，末日即将来到，价格肯定暴跌。伦敦的《星期日泰晤士报》写道："麦嘉华说的东西，没有人愿意听。"是的，但麦嘉华说的东西往往是对的，特别是1987年，他预测到了美国股市大崩盘，赚到了很大一笔钱。

麦嘉华的父亲是一名骨科医生，他的妈妈来自瑞典一个经营旅馆的家族。麦嘉华在苏黎世大学获得经济学博士，进入一家全球性投资企业怀特·维尔公司，从此开始金融投资生涯。1973年，麦嘉华转到亚洲，从此再也没有回去，一直都在亚洲工作生活。麦嘉华的公司设在中国香港，他住的度假别墅在泰国清迈，这让他像看演出坐在第一排一样，近距离看到了中国令人不可思议的经济大转变，从一个陷入泥沼的经济体，转变成驱动地区增长的引擎。现在，麦嘉华成为数一数二的亚洲市场研究专家。

麦嘉华的特立独行是出了名的，他非常开心地知道别人封他为"世界夜生活鉴赏家"，他也是世界各地金融论坛上很受欢迎的演讲人，经常作为嘉宾在各大电视新闻节目上发表评论。麦嘉华是投资界享有盛名的巴伦圆桌会议成员，按照独立观察人士的分析，他推荐的股票收益率是最高的，过去连续12年的平均年化收益率为23%。麦嘉华写了几本关于亚洲市场的投资书籍，他是麦嘉华有限公司的董事长，这是一家设在中国香港的投资顾问和投资基金公司。麦嘉华说的英语带有浓浓的瑞典口音，他也从来不太把自己当回事儿，一点儿投资大腕儿的架子也没有。2014我在太阳谷举办经济论坛，麦嘉华应邀参加，我在台上现场采访了他，下面是访谈的内容节选。

罗宾斯：你说过，现在世界上有三个最大的投资谎言，到处都在推销，请给我们详细讲讲。

麦嘉华：我觉得，所有宣传推销的东西都是谎言！其实真理往往非常简

单！不过，我的意思是，你看，我碰见过很多非常诚实的人，但是不幸的是，在你一生中，你会碰到很多像推销员一样的金融投资顾问，你本来觉得人都是非常诚实的，但是我必须诚实地告诉你：每个人都想推销给你你梦寐以求的投资。但是，按照我多年的经验，我担任过好多个投资基金公司的董事长，对这种事看得太多了，一般来说，客户只能赚到一点儿钱。但是这些基金经理——这些卖基金的投资理财顾问，他们走的时候都会带走一大笔钱。客户赚不到什么钱，钱都让这些基金经理和基金销售人员赚走了。

罗宾斯：那么投资者应该转战哪里？

麦嘉华：投资世界有各种各样不同的理论，基本上讲的都是有效市场理论。这些理论说，市场是有效的。换句话说，你投资的时候最好就是只买指数基金，个人选股基本上是没有用的。但是我可以告诉你，我知道有很多基金经理，长期来看确实明显跑赢了市场，领先幅度很明显。我相信有些人在分析公司上确实有一套，他们要么是很好的会计师，要么是确实很有本事。

罗宾斯：你觉得近期市场怎么样？

麦嘉华：我觉得在新兴市场国家还存在一些风险，现在要买这些新兴市场的货币和股票，时间还太早，但是要买美国的股票，时间就太晚了。标准普尔指数都到1800点之后，我就不再想买美股了。我看不到美股有任何投资价值。所以说，最好就是去喝酒、跳舞，尽情享乐，什么投资也不要做！你明白吗？杰西·利弗莫尔这个20世纪早期最有名的交易员说过：“大多数钱都是这样赚来的，什么也不做，稳稳地坐着。”稳稳地坐着，就是说，你手上拿着现金，耐心地等待机会。

你这一辈子，最重要的事情就是不要亏本。如果你没有看到确实很好的机会，为什么要承受巨大的风险呢？有些非常好的机会，隔上三五年就会出现，那个时候呢，你真希望自己手里有很多钱。2011年年底，美国房地产市场价格暴跌之后，就出现了巨大的投资机会。事实上，我专门写了一篇东西，指出这是房地产投资的大好机会。我跑到亚特兰大看房子，又跑到凤凰城看房子。我并不是想住在那里，而是那里的房子有投资机会，但是投资机会很快就没有了，个人投资者是没有优势的，因为对冲基金进来了，拿着很多钱，那些搞私人股权投资基金的家伙，他们一下子买走了好几千套房子。

罗宾斯：未来会出现通货膨胀还是通货紧缩，你怎么看？

麦嘉华：通货膨胀还是通货紧缩，这种二分法的争论，其实双方都搞错

了。按照我的观点，通货膨胀应该定义为货币流通数量增加，如果流通的货币数量增加了，这是信用扩张的结果，我们就会出现货币性通货膨胀。这是很重要的一点，货币性通货膨胀。接下来我们还会再有一些货币性通货膨胀的症状，这些症状可能非常分散。可能会是消费价格的增长，也可能是工资收入的增长，但是事情并不是那么简单，不能一概而论，因为美国有很多行业板块，过去20～30年来，按照通货膨胀进行调整之后，真实工资收入水平是降低了。但是中国和越南的工资水平情况如何呢？中国的工资水平一直在增长，每年增长率有20%～25%，在其他新兴市场国家也是这样。

所以我只能这样回答你的问题，从整个系统来看，我们可能在某些地方是通货紧缩，某些商品、某些资产甚至某些服务，而在其他地方是通货膨胀，就是说通货膨胀与通货紧缩同时存在。极少存在那种一刀切的现象，所有的东西价格都按照同样的比例上涨，全部通货膨胀，或者所有的东西的价格都按照同样的比例下降，全部通货紧缩，这种所有东西价格同步上涨或者同步下跌的现象，极其少见。特别是如果这个国家是法定货币体系，国家可以印刷纸币，那么这个国家所拥有的货币，其实根本不会消失不见，有时只不过是暂时藏到某个地方，不再流通而已。真正会消失不见的，是信用，这也正是为什么你会看到整体价格水平会下跌。

这时我们投资者本质上想要知道的是，什么资产的价格会上涨，就像“原油价格会上涨还是会下跌”一样，因为如果原油价格上涨了，那么我可能想持有一些石油股，如果油价下跌了，我可能会想卖出石油股，持有别的股票。

罗宾斯：那么你对个人投资者的资产配置有什么建议，能让我们充分利用现在这种投资环境的优势，并且保护我们避免损失吗？

麦嘉华：我的资产配置一般分成4个等份，1/4放在股票上，1/4放在黄金上，1/4放在现金和债券上，1/4放在房地产上。现在，我已经减少了股票配置的仓位，就是股票资产在我所有资产中的占比减少，我持有的现金占比要比通常的比例高了一些。我增加了对越南房地产的投资，我也增加了对越南股票的投资组合。

罗宾斯：那么，今天来看，你的这4类资产的配置比例分别是多少？只是非常好奇，随便问问。

麦嘉华：哦，这个很难说，因为规模太大了。

罗宾斯：你说的是投资组合还是别的东西？

麦嘉华：哈哈，不是，事实上我根本不知道！我的意思是说，我不会每天都把每样东西都算一下的。

罗宾斯：那么，大致是什么样的资产配置比例？

麦嘉华：大致上，我认为，债券和现金现在应该配置到30%或者35%；股票应该配置到20%；房地产，我不知道，配置30%；黄金25%。呀，加在一起超过100%了，可是超过100%又怎么样？我就像美国财政部，没钱，可以印！

罗宾斯：我们知道为什么你喜欢现金。那么债券呢？很多人很害怕债券，因为债券的价格现在是在最低的水平。

麦嘉华：我一般持有的都是新兴市场国家的债券。公司债券，大部分是美元债券和欧元债券。但是我想在这里非常清楚地解释一下，这些新型市场债券，有很高的权益属性，就是说很像股票，和股市关联度很高。如果这个新兴市场国家的股票市场下跌了，这些债券的价值也会随之下跌。就像2008年，这些新兴市场债券跌得就像垃圾债券一样，所以它们更像是股票，而不是国债。我持有一些这样的新兴市场国家的国债，这也正是为什么我的股票仓位配置只有20%，但是由于我这种新兴市场国债有很大的股票属性，所以其实我的股票仓位配置比例肯定超过20%，甚至会有30%。

我想，有的时候，作为一个投资者，我们容易犯一个错误，就是我们对自己的看法太有信心了，过度自信，因为你的观点其实和整个市场无关，你明白吗？市场的波动完全独立于我的个人看法，所以我也许对国债的看法不是那么乐观，但是我能看到，在某种情况之下，国债实际上会成为非常好的投资品种，甚至好几年都会表现非常好。你投资国债可能只能赚到2.5%~3%，但是相比之下，全世界的资产价格都在下跌，能有这样的收益率算是相当高的了。你明白吗？如果未来三年股票市场下跌，比如说每年下跌5%，或者每年下跌10%，而你手里拿的是这种年收益率2.5%~3%的债券，那么你就成市场之王了。

罗宾斯：你对其他资产类型怎么看？

麦嘉华：现在高端房地产市场有很多投机成分，这让高端房地产现在的价格水平膨胀得太高，简直是高到不可思议的水平。我相信，所有这些过度膨胀的价格水平，我并不是说它们将来不会涨得更高，但是我认为，总有一天它们会大幅下跌。在那种价格大跌的情况下，你会想要持有某种资产，能够对冲这种风险。

罗宾斯：你把1/4的资产配置在黄金上，为什么？

麦嘉华：实际上，有意思的是，临近2011年，那时黄金价格开始下跌，我告诉过听众，我把1/4的资产配置在黄金上。结果人们一听就说：“老麦，如果你对黄金价格非常看好的话，为什么你只把1/4的资金配置在黄金上？为什么不把所有资金都放到黄金上？”我说：“哦，也许我的看法是错的。我希望我的投资组合能足够分散，因为金价已经上涨一大截，后面应该会放缓巩固一下。”黄金可能在某种程度上可以作为对冲，但是在通货紧缩的情况下如果你持有的是实物黄金的话，这并不是一种完美的对冲。但是跟其他很多根本没有流动性的资产相比，黄金这种投资相对而言又好多了。黄金可能会出现价格下跌，但是要比其他东西跌得少。至于国债，至少从未来几年看，在通货紧缩的情况下，应该会表现不错，至少在政府破产之前国债在通货紧缩期间肯定会价格上涨！

罗宾斯：最后一个问题：如果你不能把钱留给你的孩子，只能给他一套原则来指导他们构建一个投资组合，你会告诉他们什么投资原则？

麦嘉华：我想，这是最重要的一课，我会教给孩子或者任何一个人的是，重要的不是你买什么，重要的是你为这个东西付出的价格是多少。你必须非常谨慎小心，不要花太高价格买东西，因为等到后来价格下跌的时候，你一亏钱就容易泄气，根本拿不住了。当所有人都在抢着买入股票的时候，你必须保持冷静不动，一直拿着现金，因为过一段时间市场就会反转开始下跌，让你的邻居和所有人都很沮丧。当股市低迷的时候，别的人都拿着现金不愿意买入股票，你不要拿着钱，而要趁机低价买入，因为过一段时间，股市反转涨上来，每个人都会抢着出高价来购买资产，这个时候资产的价格就变得太贵了。

我还要说，我个人认为，我们整体上根本不知道未来会发生什么，甚至5分钟或者10分钟会后发生什么都不知道，更不用说1年、10年后会发生什么了。我们可以做一些假设，有的时候我们猜得挺准的，有的时候我们错得离谱，但是，我们其实根本不可能确定无疑地知道未来会发生什么，这正是为什么我说每个投资者都一定要分散投资。

并不是每个投资者都能做到分散投资，因为有些投资者投资的是他们自己办的公司。如果我是比尔·盖茨，创办了一家像微软那么好的公司，我会把我所有的钱都投到微软公司的股票上，这肯定是非常好的投资，至少从一段时间来看是这样的。可能对于大多数人来说，最好的投资就是拥有自己的公司，投资到他们真的具有独特的优势的东西上，而市场上其他所有人都比不过他们，或者是投资到他们像内行一样非常了解的东西上。这正是我要做的事情，不然的话，你就把钱交给基金经理管理好了。如果你非常幸运的话，他可能不会亏掉你的钱，但是，你需要非常幸运地才能找到不会让你亏钱的基金经理。

# 第42章 查尔斯·施瓦布：跟查克谈谈，他是普通人的经纪人



嘉信理财公司创始人兼董事会主席

你肯定看过这个广告：一个很帅的白发老者，两眼炯炯有神，直视着你，敦促你“要拥有自己的明天”。也许你还记得另一则广告：有些卡通人物，在问一些关于投资的问题，然后，有个气球弹出来，鼓励他们去“跟查尔斯谈谈”。这种亲身参与和坦诚交流的风格，让查尔斯·施瓦布在过去40年一直站在证券折扣经纪行业的顶峰，把嘉信理财打造成金融企业帝国，管理高达2.38万亿美元客户资产、930万个经纪账户、140万名公司退休金计划参与人、95.6万个银行账号，还有一个用于服务7000个注册投资顾问的网络。

嘉信理财公司出现之前，如果你要想买些股票，必须通过一个传统券商的卡特尔联盟，或者找一家券商，每一笔交易收的佣金都高得离谱。但是到了1975年，美国证券监督管理委员会强迫这个行业解除管制，放开佣金，查尔斯·施瓦布创办了第一个折扣经纪公司，率先探索性地用一种全新的方式来做证券经纪业务，为客户提供比同行更低的佣金折扣优惠，结果从核

心上动摇了整个华尔街。查尔斯·施瓦布领导掀起一场投资者革命，突然之间，个人可以完全自主地参与市场交易，根本不需要成本很高的经纪人。那些像俱乐部一样相当排外的传统券商，比如美林证券，提高了交易手续费，而查尔斯·施瓦布大幅削减手续费，甚至完全免除手续费，提供一系列免除各种不必要手续费的服务，把客户的利益放在第一位，建立了一种新型证券经纪行业经营模式。后来查尔斯·施瓦布又带头进军电子交易领域，带头创新性地教育投资者，提高投资者的自主权，让他们能够独立地做出合理的投资决策。

2014年，查尔斯·施瓦布已经76岁了，他待人接物非常谦卑，也非常正直。“大家看起来对我们非常信任。”他对我说，“我们对待每个人，也要让人有这种感觉，我们值得他们信任，我们要用小心谨慎的方式照看好他们的资产。”

查尔斯·施瓦布为人非常谦虚稳重，做事又很有信心，这可能是多年生活经历磨炼出来的。他这辈子克服了一系列的困难挑战，一开始是跟读写障碍做斗争，就是很难学会阅读和拼写。其实很多非常成功的企业领导人从小都有读写障碍，人数多得惊人，其中包括维珍集团创始人理查德·布兰森、思科系统公司的约翰·钱伯斯等。尽管在阅读上有困难，查尔斯·施瓦布还是成功地考上斯坦福大学，也成功地毕业了，后来又读了斯坦福商学院的工商管理硕士。1963年，施瓦布进军金融行业，一开始是搞了一份投资时事通讯。施瓦布这个人不装，他轻松自然地接受了自己的身份地位——一个证券行业的外行。回到老家加利福尼亚州，他打起自己的大旗。1973年，在旧金山创立了自己的证券经纪公司，就是今天的嘉信理财公司。从此之后，嘉信理财公司风风雨雨40年，历经一轮又一轮狂暴的牛市和熊市，特别是1987年、2001年、2008年的股市大崩盘淘汰掉了那些规模较小的证券公司，嘉信理财公司却在崩盘后迅速反弹，尽管有很多同行公司抄袭嘉信理财公司的经营模式，夺走了嘉信理财公司的不少市场份额，但是嘉信理财公司总是能找到办法，不断创新，在每种市场环境下都能继续成长。

2008年施瓦布不再担任嘉信理财公司的首席执行官，但他继续担任公司的董事会主席，也仍然是公司最大的单一股东，继续活跃在公司的舞台上。按照《福布斯》400富豪排行榜的统计，查尔斯·施瓦布的个人财富有64亿美元。在他妻子和女儿嘉莉·施瓦布·波梅兰兹的协助下，他非常深入地参与家庭的私人基金会运作，支持由企业家组成的机构的慈善工作，包括教育、预防贫穷、健康卫生、公共服务。施瓦布还是旧金山现代艺术博物馆的馆长。

我一直想采访施瓦布，虽然我们两个人每天的日程表都排得满满的，但是最终我们还是想方设法地在他位于旧金山的办公室见面了，那个时候本书

马上就要出版了。我们俩聊了很久，下面是一些内容节选：

罗宾斯：每个人都知道查尔斯·施瓦布的大名，他们知道的是嘉信理财公司（公司英文名字与创始人同名——Charles Schwab），但是大多数人并不真正地了解查尔斯·施瓦布你这个公司创始人。我想请你给我们讲讲你个人的故事，讲讲你印象最深的故事，可以吗？我听说，你很小就对投资开始感兴趣了，那时你才13岁，是吗？

施瓦布：对。我是在13岁开始对投资产生兴趣的，那是1950年，“二战”结束不久，整个世界还不是那么富裕。我的父亲在加利福尼亚州萨克拉门托的一个小镇上当律师，我们家肯定不是非常富有的。我想，要是我有更多的钱，我们家的生活就能过得更好一些，于是我就经常琢磨怎么样赚钱。我跟父亲谈了我想赚更多钱的理想，他鼓励我读一些美国名人传记。这些人能发大财，看来都是因为有些投资做得好。于是我就对自己说：“这就是我要干的事！”

我13岁创立了一个小鸡公司，就是养养小鸡之类的，后来我还创立了一些诸如此类的小公司。所以我知道很多关于企业经营的内容，我开始思考企业如何运作、如何经营。

罗宾斯：那么你最初的愿景是什么？你第一次真正踏出实践的第一步是什么？如果你愿意的话，给我们讲讲最精彩、最重要的部分，好让我们更加了解你一路走来的投资之路。

施瓦布：我非常幸运，很早就踏上了投资旅程。我一开始是当一名金融分析师，后来又搞过投资时事通讯，经历过一些起起伏伏。我快35岁时，积累了很多经验，1973年我就创办了嘉信理财这家公司。因为我在金融投资行业做了十多年，有多年的实践经验，所以我非常清楚金融公司存在一些缺陷，其中包括，为什么它们对待客户很不友好？这是因为这些金融公司只关心给自己多赚钱，而不是对投资者以诚相待、公正相待。这些金融公司总是先想着自己后想着客户，先想着自己赚钱再想着客户赚钱，公司利益第一，而不是客户利益第一。我说：“我要用完全不同的方式来做金融业务。”

罗宾斯：过去这么多年来嘉信理财公司遥遥领先于同行，你们的竞争优势是什么？我的意思是，你看看美国投资市场的规模，我想差不多有32万亿美元。你们嘉信理财公司占的市场份额相当大。

施瓦布：我们可能占有零售市场的5%～10%，大概是这么多吧。但是你知道，我要开发一项业务，会仔细查看我们提供给客户的每一种产品、每一项服务，我不是用自己的眼睛看，而是通过客户的眼睛看，一切从客户的

利益出发。我们设计了一种类似于免佣金公募基金的产品，我们做得很大，客户在我们嘉信理财公司买基金，免收手续费，好多年前我们就开始这样做了。

大家会说，你们卖基金不收手续费，那你们怎么赚钱？我们想到一个方法，这样不收手续费也可以赚到一些钱。我们跟那些公募基金公司合作，说服它们从基金管理费里分给我们一点点，作为销售基金手续费。这样做我们的客户省钱最多，受益最大。就这样，我们的基金销售业务就火起来了。这样做，个人投资者得到了巨大的收益，因为他们购买了很多基金，却一分钱手续费也不用付。我们对我们做的其他产品和服务，也做了同样的分析。我们看这些产品和服务，都是用客户的眼睛来看的。

但是华尔街上的公司做的完全相反，它们总是这样来做决策："首先我们做这个事情能赚多少钱？好，赚得挺多，那我们就做这个业务吧。各位兄弟，我们要大卖特卖，就能大赚特赚。"这是它们做决策的方式。我们做决策的方式正好相反。

罗宾斯：现在这种情况有变化吗，或者说还是老样子吗？

施瓦布：还是老样子。也正因如此，这个市场对我们来说非常有吸引力。你知道，我们有一种无尽的使命，就是对待客户像对待国王一样，客户就是国王，客户就是上帝。我们要确认，我们做的每一件事都是以他们的利益为先的，把客户的利益放在第一位。是的，我们也要赚上一点点钱，不管我们做什么业务，当然要赚钱了。我们毕竟是一个营利组织。但是首先我们要为客户着想。

罗宾斯：你认为，有哪两三个严重的投资迷思，你想给指出来，让投资者一定要注意，以免他们考虑投资的时候，陷入这些误区？

施瓦布：哦，这很容易。我已经在证券行业看到这些投资误区，也可以说是投资营销谎言很多次了。你会看到有些券商滥用权力虐待客户，靠的就是这些投资营销谎言。有些券商的经纪人穿着打扮非常精致，见到客户嘴甜得很："阿姨，你炒股是想赚点儿钱吗？""当然了！"这家伙说话就要给你下套了："你看看我们重点推荐的这只股票，这些人研发出来的东西是业内最优秀的，你这辈子从来没有见过这么优秀的产品，这家公司可能会成为下一个苹果公司。"我们这些业余投资者，当然一听就信这种传奇故事，马上就会说："好，我马上买一些。"

这些人推荐股票，可能10000次里能有1次灵验就非常不错了。其实他们就是忽悠你，为什么你不去赌马？为什么你不去买彩票？这样会满足你的投机欲望，却会让你赔个精光。个人投资者就别让他们这么忽悠了，把你

辛辛苦苦攒的钱投到一只指数基金里，你知道投资业绩已高度可预测，收益率相当不错。

罗宾斯：所以说，会有这么多人受到伤害，因为他们对这些东西根本不了解，而且他们也不问问题，你是第一个提出这个忠告的人——“要问问题”。

施瓦布：对。

罗宾斯：但是只有很少的人知道要问什么样的问题，你知道，当他们看到一只公募基金时，他们只看基金的历史业绩。他们会觉得这就是他们将来能够得到的业绩。而你我都知道，根本不是这么回事儿，历史业绩根本不能保证未来业绩。

施瓦布：是的，没有这回事儿，从来没有。基金经理管理的主动管理型基金过去的业绩无论怎么样都不能保证未来的业绩。但是指数基金不一样，这也正是为什么我们编了一本小册子，一份指数基金白皮书。我们在里面讲了为什么指数基金投资股票市场是长期投资最好的途径，原因就是这些上市公司的业务会增长。我是多家公司的董事，其中有六七家公司是《财富》杂志世界500强，每一次参加董事会，会上每一次谈话，谈的都是增长。我们怎么能让这家公司业务增长？如果公司业务不能增长，你就会炒掉公司的管理层，找一个新的管理团队，继续追求增长。

你看，那边的大楼都是很漂亮的大楼，但是从现在再往过去追溯100年，对比一下100年前和现在，这些大楼还是老样子，一点儿没有变高，甚至有些推倒重建了，不管怎么样，这些大楼绝对不会增长。但是公司不一样，只有公司会增长。这也正是为什么去买股票是一件非常美妙的事情。当然，按照我们的情况，我们鼓励个人投资者都买指数基金，这样他们就能持有范围非常广泛的各种行业的各种股票，而且他们这样做会得到——

罗宾斯：最低的成本。

施瓦布：是的，最低的成本，而且他们可以非常确定，指数表现有多好，他们也会赚得有多好。你看看任何一个行业过去100年的历史走势，长期来看都表现非常好，给客户创造了巨大的回报。

罗宾斯：你肯定听说过先锋公司的约翰·博格或者耶鲁大学的首席投资官戴维·斯文森，他们两人都说，采用指数基金这样被动管理的模式才是投资正道。因为所有的公募基金的10年业绩里，96%都赶不上指数。那么，你觉得，对于普通投资者来说应该如何选择？被动投资还是主动投资？

施瓦布：我是个混合型投资人。我自己也投资了很多个股，但是我和一般投资者不一样，我有时间，我有专业能力，我也受过良好的教育，但是98%的个人投资者都不是专门研究股票投资的。绝大部分个人投资者这辈子都是在忙别的事情，而不是只关注投资，就像我和巴菲特一样，什么也不做，专门做投资。你知道，个人投资者都是专业人士，有的是医生，有的是律师……都是各行各业的专业人士。正因为有了这些各个行业的专业人士，整个社会才能成功地运转，才能兴旺发达。也许我们所有人里面，只有2%的人真正懂得投资。其余的98%的人要做投资就需要一些帮助和投资建议。这件事，我很早就看明白了，这也是现在我们正在做的事。98%的人就应该分期分批地购买指数基金，这是我的看法。投资指数基金是稳妥的，结果是最有把握预测到的。如果他们想自己动手，挑选各种各样的股票，选股这件事做起来非常困难，98%的人自己选股的业绩长期来看肯定不如指数基金。买了指数基金，你就什么都不用管了，安心做好自己的本职工作就行了。你不可能熊掌与鱼兼得，自己本身的专业工作做得好，投资也做得很好，能精通一种专业，就已经非常困难了。

罗宾斯：另一方面是，人们没有意识到，自己选股交易成本有多高。约翰·博格用计算表明，你这一辈子做投资，每次支付1%的费用成本，就相当于拿走了你一生投资收益的20%。

施瓦布：是啊，成本费用这么一点一点地把你的收益全吃光了。

罗宾斯：支付2%的成本费用，就相当于拿走你一生投资收益的40%。支付3%的成本费用，就相当于拿走你一生收益的60%。

施瓦布：成本费用占的比例实在太大了。从税后收益来看，成本费用占比更高。

罗宾斯：我采访过的每一位投资大师，都谈到过这样一个事实：资产配置是我们个人所做的重要的投资决策之一。你做的证券经纪业务，跟非常多类型的投资者都打过交道。你希望你的团队运用什么样的投资哲学，来帮助人们明白他们的资产配置该是什么样的？

施瓦布：资产配置这个事情现在实际上很容易。可是在40年之前就不是这么容易了。因为现在我们有指数基金了，我们前面说过，我们还有交易所交易基金。所以说，购买指数基金或者交易所交易基金，相当于你从整个市场切下来一个薄片，每只股票你都有小小一片，这样能让你的投资足够分散。你想买能源股吗？你可以买一个能源交易所交易基金。你想买医疗器械股吗？你也可以买一个医疗器械交易所交易基金。当然，我认为，你应该把投资分散到10个市场最大的行业板块。其实你买一个全市场指数基金，一下子就做到这样分散投资十大行业板块了。你同时投资所有这些行

业板块，因为你从来都不知道这一年哪个行业会表现更好。有的年份，电子设备行业大涨，表现很牛，但石油股表现就没那么好。但是第二年呢？也许，石油需求增加，推动油价上涨，石油股自然会表现很好，而电子设备可能就表现不好。就像这样每年每个行业表现都会各有不同，你根本预料不到。但是你买了全市场指数基金，就同时持有所有行业板块，哪个行业表现好你都不会错过，这样你的整个业绩就可以保持均衡。

罗宾斯：如果你要做一个资产配置，那么你觉得，美国市场和国际市场之间应该如何配置呢？

施瓦布：这就又提高了一个层次，更加复杂。我认为每个人都应该在投资组合里配置相当大一部分国际市场的股票。原因非常简单，事实上美国经济每年的增长率只有2%~3%，而世界上有很多国家的经济增长率大幅超越美国，包括中国、印度尼西亚、日本等。可以坦白地说，哪里的经济增长更高，哪里的投资收益也就更高。

但是尽管美国经济整体来看每年增长率只有2%，但我们有些行业板块增长得非常快，所以说，很明显你会很想投资这些高增长的行业板块。

罗宾斯：你对未来十年世界的发展怎么看？你认为投资者会面临哪些投资机会和挑战？

施瓦布：我相信之后还有巨大的机会，尽管现在事情好转的速度非常缓慢，但是如果我们能够有一种合适的政策——我相信最终我们会回到合适的政策上的——那样我们的经济就会爆发性增长。因为你根本不可能拿走美国经济中那些增长的部分。美国这个国家创新非常普遍而且非常深入。我就住在旧金山，这里到处都有创新，无论你走到哪里，地上每个缝隙都在冒出创新。到处都有创新。

罗宾斯：我们现在是不是正处在一个市场泡沫里？因为美联储一直控制着利率，把利率压制得很低。你觉得投资到哪里，要承受相当大的风险才能看到收益？现在股票市场看起来是资金能去的唯一地方，这种情况会持续多久呢？

施瓦布：对于美联储现在的政策，我并不是非常支持。我认为，操纵利率，尽管它一直都在这样做，但其实并不是正确的决策，我猜想，美联储这样一直压低利率，确实为某种市场泡沫创造出一些可能性。但是，这样压低利率不可能永远持续下去。我们会为此付出代价的。但是这并不是一个永久性的话题，因为将来肯定会出现一些很高的通货膨胀，或者股市下跌。这些都是我们现在正在做的事情导致的后果，但是我们都会挺过去。每一次政策制定者做出糟糕的决策，结果都是这样，我们最终都会挺过去

的。

罗宾斯：尽管有不同的叫法，但是世界上每一个投资大腕儿最大的竞争优势就是风险—收益不对称。他们只承受那么一点点风险，就有机会获得巨大的回报。那么现在普通投资者应该怎么做才能得到这样风险—收益不对称投资的好机会？你能指点一下普通投资者吗？

施瓦布：我想所有的投资分析都会回归到一个最基本的问题：哪里能够得到最好的增长？理解增长的基本面，对于获得长期投资收益来说非常重要。比如说巴菲特，他在很年轻的时候就明白这一点。他只购买公司股票或者整体收购公司，却从来不卖出。为什么？因为公司会一直增长。公司业绩持续增长，让巴菲特的财富也随之增长。

罗宾斯：他还不用交税。

施瓦布：是的，他不用交税，只要你不卖出，就没有实现所得，当然不用交所得税了！

罗宾斯：这简直太美妙了。

施瓦布：这就是巴菲特的投资神话。巴菲特的投资神话，我们已经破解了！关键是巴菲特一直拿着公司股票不卖。

罗宾斯：我知道你有5个孩子。

施瓦布：还有12个孙辈。

罗宾斯：12个孙辈！请问：如果你一分钱都不能留给你的孩子，只能留给他们一套投资原则或者是一个投资组合，那么你会给他们什么样的投资建议呢？

施瓦布：我想，首先他们要找到工作，能够自立，自己赚钱养活自己。然后在工作上能取得成功，提高收入。接下来就是从收入中拿出来一部分储存起来，去做长期投资，不断增值。

确保你得到正确的教育。希望你接受的教育能够适合市场的需要，这个市场正在不断地创造出新的工作岗位。你得找到一个薪酬待遇不错的工作，现在这种工作机会不像过去那么多了。然后拿出一部分收入储存起来，存到你的个人退休金账户里。这就需要你放弃一些东西，不要买那么好的车，放弃度假，减少不必要的花费，你才能存起来一部分收入。然后你可以开始做一些合理的投资。

这只是一个非常简单的模式。很多人并没有意识到，这样赚钱存钱做投资非常重要，希望你能够教会人们这样做。

罗宾斯：哈哈！希望我能够做到！

施瓦布：你知道的，我相信一定要给后代留下一些东西。要保证孩子受到良好的教育，但是并不需要给他们太多钱，这样做会剥夺孩子的自我奋斗和成长的机会，他们要追求那种属于自己的东西，才能够真正实现自我。你必须成为一个充满好奇心的人。要保证你的每一个孩子都充满好奇心。人这辈子并不是一定要赚很多钱。

我的家族既没有钱，也没有财富，我清楚地知道有钱和没钱的差别。当然了，在最近20年，我的事业做得很成功，得到了很多好处，有了很多财富，让我能够有一些原来没钱时根本不敢想的选择。对于我和我太太来说，我们可以去度假，根本不用考虑需要花多少钱，可以好好地享受假期。我很享受运动，我喜欢打高尔夫球等，有钱能享受的快乐还有很多。所以我们希望能够长期保持这种成功，我们希望下一代也能享有我们现在享有的东西，还能享有一些我们现在没有的东西。

罗宾斯：你和非常多的成功人士打过交道，你也研究过成功的企业和成功的个人，他们驱动企业持续成长。那么你认为要取得成功最重要的一个因素是什么？

施瓦布：你知道，也许是99%的必需品。但是，这个世界有很多人真的非常需要得到更多的资源才行。他们没有受过教育或者他们没有得到那种激励，也许他们没有意识到，机会就在他们眼前。如何察觉到机会就在身边？你往四周看看那些已经非常成功的人，你会想“他能做到，我也能做到”。你怎么能意识到这一点？我也不知道。

罗宾斯：（2014年）现在你76岁了，听说你一直没有发现自己有读写障碍，直到40多岁才知道自己阅读和拼写有困难是因为这个，是吗？

施瓦布：对。

罗宾斯：很多人认为读写障碍会限制自己的人生发展。为什么同样是读写障碍，对你根本没有限制呢？

施瓦布：也许应该感谢上帝，我是个孩子的时候，多亏不知道自己有这个病！但是我的儿子就没有我那么幸运了，刚刚开始上学，我们带他做了测试，结果发现他也有读写障碍。我说：“我的天哪！那些读书写字的困难，我7岁、8岁、9岁必须对付，他现在6岁刚上学就要开始对付了。”很

明显，我也有读写障碍，我小学前几年为什么阅读拼写那么困难，这个问题一直让我感到非常困惑，这一下子解开了。我要看懂字母表，结果发现那是根本不可能的。阅读对于我来说非常困难，即使现在我也不读小说。除了那些非虚构作品，我什么东西都不读。

罗宾斯：那么是哪些因素让你在金融行业获得成功的？

施瓦布：我阅读不行，语文不好，但我的数学非常棒。我和人打交道也做得非常好。我写东西不太好，但是我找到很多写作很棒的人来帮我写。所以你可以很快就学到这一点：你不可能什么事情都自己做。你需要找些人在身边帮你，你做你最擅长的事，其他事情别人来做会比你做得更好。但是你必须激发你周围的人和你一起努力工作，不管你们的共同目标是什么，都要一起共同努力才行。这就是我这些年来一直在做的事。

罗宾斯：让你激情燃烧的事情是什么？

施瓦布：让我激情燃烧的事情是，大家都必须去赚钱，去储蓄，去投资增值，因为我们每个人都有责任积攒退休养老金，为退休生活做好准备。天哪，我们现在的寿命长多了。你看，我现在70多岁了，很有可能活到90岁，甚至95岁。所以现在的退休生活是一段很长的时间，有30多年。所以说你必须积蓄一大笔财产，才能让你30多年的退休生活过得舒舒服服的。

罗宾斯：我和你的一些老朋友交流过，他们认识你有20多年了，可是他们说，你的激情现在跟20年前一样大，甚至更大了。

施瓦布：可能是激情更大了。哈哈！

罗宾斯：为什么会这样呢？你是怎么保持你的激情的？你是怎么让你的激情持续不断地扩大的？

施瓦布：例如，我看到你在慈善活动中做的，怎样能够真正帮到别人。你要帮助别人，首先你要自己做得非常成功。如果我自己都不成功，那我就没有办法帮助别人了。因为我就没有资源做这些帮助别人的事，但是我可以换一种方式把事情做成。克服读写障碍的事，我们能帮助孩子。私立学校的事，我们也可以帮助孩子。博物馆的事，我们可以帮助把博物馆建得更好、更大，让大家能来欣赏艺术品。

我认为，取得巨大成功，最大满足就是，能够在你的一生里回馈社会一些东西，这真的能够让人们享受到的快乐增加许多倍，也让你自己享受到的快乐增加许多倍。

罗宾斯：如果有人开创全新的事业，你会给他们什么样的优势，帮助他们

创办企业？当你还是个年轻人的时候，你就说“我真的很想帮助人们照顾好客户”，从这个愿景出发，你建立了一个管理资产规模几万亿美元的超大企业，你是怎么从小到大做成这么大的事业的？你会告诉创业者他们应该真正关注哪些东西？

施瓦布：你要得到所有的教育，还有实践经验，然后要有耐心，一天一天地坚持去做。日复一日，年复一年，这样长期坚持可不容易，我来告诉你怎么才能坚持下去。这就像开一家餐馆，每一餐都要供应上等饭菜，这可不容易，但是你只有这样才能做成一家有口皆碑的餐馆。只有这样你才能做成一家很棒的汽车行，每天都要提供很棒的服务。你不要错过击球，你必须每天都打出本垒打。服务业是这样的，高科技行业也一样，我们一生中看到过很多企业在竞争中失败，好像拳击手故意输掉比赛，其实是因为它们无法继续创新，或者是因为它们无法为客户提供更好的服务。永远不要随意失去任何一个客户，要想办法保住你的客户。

罗宾斯：最后一个问题。我敢肯定你还会活上20年甚至30年，因为你精心照顾你自己的心理和身体，而且你如此充满激情。不过，百年之后，你愿意让后人如何记住你？你给后人留下了什么样的遗产？你这辈子成就了什么？

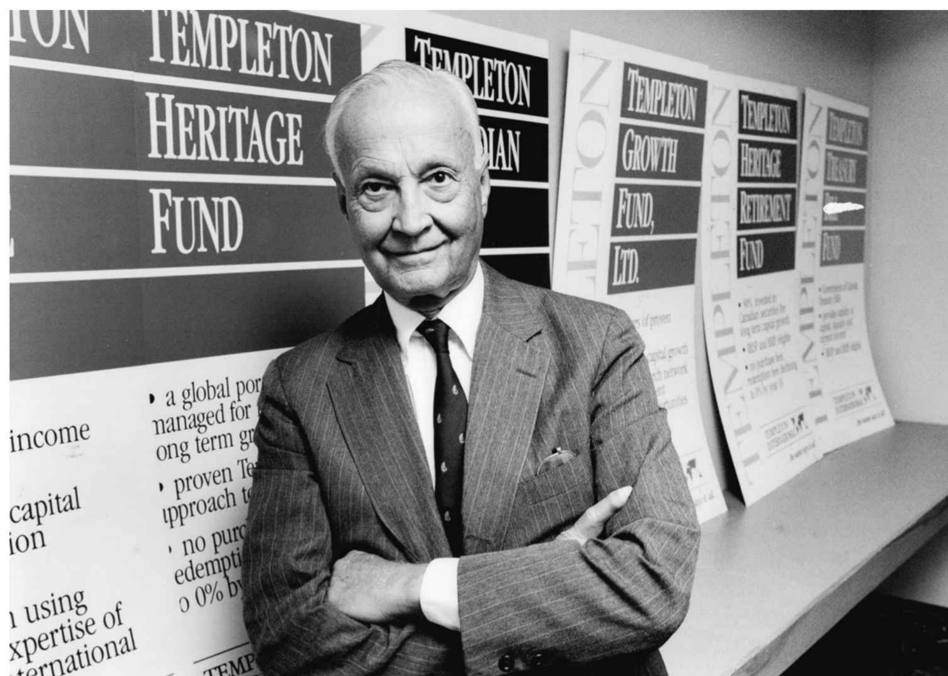
施瓦布：当然啊，我有一系列的遗产，比如我的家人。在职业生涯这方面，我觉得非常骄傲的是，我确实让证券行业的实务操作发生了巨大的改变。那些大券商已经有一两百年的历史了，我们嘉信理财这样一家美国西海岸的小公司，能够引领这些历史悠久的券商走上不同的发展道路，我实在太引以为傲了。我们确实让传统券商对待客户的方式发生了很大的变化。它们现在做的工作比原来好多了，但还是没有我们嘉信理财公司做得这么好。哈哈！但是它们现在做的工作确实比以前好多了，而且在如何对待客户这件事上，比以前用心多了。

罗宾斯：你们做了榜样，引领整个行业发展进步。

施瓦布：非常感谢你的鼓励。

罗宾斯：非常感谢你能抽出时间接受采访。祝你健康幸福！

# 第43章 约翰·邓普顿爵士：20世纪最伟大的投资人




邓普顿基金公司创始人，慈善家，百万英镑邓普顿奖创立人

约翰·邓普顿爵士，不仅是有史以来最伟大的投资管理大师之一，也是有史以来最伟大的人之一。我很荣幸能够称他为我的导师。邓普顿的信条是“所知愈少而所学愈饥”，这一信条指导了他漫长又光辉灿烂的一生，让他成为一个投资先锋，一个打破传统习俗束缚的人，一个追求精神境界的灵魂，一个慈善家。约翰·邓普顿爵士最为人称道的是，他能够洞察世界上最困难的情况，然后找到办法加以利用，从而获利。

约翰·邓普顿受封“约翰爵士”，不是因为有背景，也不是因为父母有钱，而是靠自己多年奋斗才实现受人尊敬的。他出身很卑微，1912年出生在田纳西州的一个小镇上，家境贫寒，从小到大培养出非常有用的人生价值观：节俭、自立、自律。他非常努力，靠奖学金先上了耶鲁大学，又到牛津大学读了研究生。1937年在华尔街找到了第一份工作，那个时候正是美国经济大萧条最严重的时候。邓普顿天生就是一个逆向投资者，他相信，买股

票就要在“市场最悲观的时候”。其他人都觉得世界末日就要来了，邓普顿却认为这正好是投资买入的好时候。其他人都认为：“我的天哪，这是历史上最好的投资时机！”邓普顿却认为这时候应该卖出股票。

邓普顿第一次把他的理论用实践来检验是在1939年秋天，当时美国经济大萧条，希特勒的部队已经开进波兰，“二战”刚刚开始，市场极度恐慌，股市暴跌。邓普顿决定，把他手上存的所有钱都拿出来，又另外借了些钱，纽约交易所里的股票，只要股价是1美元或者低于1美元的，他就每只买上100美元。正是这个熊市里的一美元股组合，成为他个人巨大财富的根基，也成为他资产管理帝国的根基。邓普顿也是国际投资的先锋，其他美国人拒绝跨出美国国境一步的时候，邓普顿已经在全世界到处发掘投资机会了。

财富增长得越多，邓普顿回馈社会的也就越多。1972年，邓普顿建立了世界上奖金最高的年度大奖，颁发给个人的奖金比诺贝尔奖的奖金还要高，用来奖励那些获得巨大精神成就的人士。特蕾沙修女是第一个邓普顿奖获奖人。邓普顿基金会也赞助科技研究。1987年，英国女王伊丽莎白册封邓普顿为爵士，以表彰他对人类做出的巨大贡献。

邓普顿不断演讲和写作，激发了数百万人，他的言语非常谦逊，传达的信息却非常宝贵，主要是关于正直、企业家精神、信仰，一直持续到他2008年去世，享年95岁。（巧合的是，他准确地预测了那一年房地产市场泡沫的破裂。）就在他去世几个月前，我对约翰·邓普顿爵士做了一次访谈，下面就是这次访谈的内容节选。邓普顿和善的光芒闪耀在每个回答上，他分享了自己的哲学，能让你成为伟大投资人的特质，同样也能让你成为一个伟大的人。

罗宾斯：约翰·邓普顿爵士，很多人做事，要么是为了钱，要么是为了精神信仰，但是你找到了一条路合二为一，在你的生活中把二者融合在一起，非常自然，又非常紧密。你觉得一般人在生活中能把二者融合到一起吗？

邓普顿：绝对可以！其实二者没有什么差异，你会跟一个你不信任的商人打交道吗？肯定不会！如果有个人名声坏，不值得信任，大家都会躲他远远的，他的企业肯定会失败。如果一个人有很高的道德准则，很高的精神准则，他会努力给他的客户和他的员工贡献更多，比他们预期的还要多，做到这些的人就会很受大家欢迎。他会有更多的客户，赚更多的钱，对这个世界做出更多的贡献，这样自然也会让自己兴旺发达，会有更多的朋友，会更受人尊敬。

所以，你从一开始要努力给予别人更多，比别人预期会从你这里得到的还要多，对待别人不只是公平，而且是更加优厚，这就是成功的秘诀。不要

想占别人的便宜，也不要阻挡别人的进步。你帮助别人越多，你自己就会越兴旺发达。给予的越多，得到的越多。

罗宾斯：你的第一笔投资是什么？是什么吸引你做这笔投资的？后来这笔投资的结果怎么样？

邓普顿：我第一次开始投资的时候，正好赶上“二战”刚开战，那是1939年9月。我们刚刚结束了世界上最大的经济大萧条，有很多公司都破产了。但是战争一来，每一种产品的需求都大大增加，结果战争期间，几乎每家公司的生意都重新兴旺发达，所以我非常看好股市，于是我向券商下了单，只要是一元股，就是股票交易价格是1美元，或者更低，就每只买上100美元，当时股市一共有104只这种一元股，我一共买入10400美元。结果后来这104只一元股里有100只股票我都赚钱了，只有4只股票亏损。

三年之后，我和我太太有机会收购一家规模很小的退休投资顾问公司，我们手上的积蓄正好够收购这家公司！一开始，一个客户都没有。我们公司的办公室就设在纽约的无线电城，我们在那里一直干了25年，我们一直是赚到1美元就存起来50美分，好让我们能够积攒起一些资产，支撑我们以后的退休生活，也支撑我们做慈善活动。

罗宾斯：哇！你每赚到1美元，就存起来50美分，我的天哪！你的收入储蓄比例有50%，这也太高了，我的约翰·邓普顿爵士！大多数人现在都会说“这根本不可能！我不可能从我的收入里拿出一半存起来，然后去投资”。但是，正是靠着平时把一半收入存起来，你才能从一无所有开始逐步积累起一些个人财富，而且你是在经济大萧条的时候开始这样做的，太不容易了！我读到过这样的报道，可是如果有人投资给你10万美元，从1940年开始，以后不用再追加投入，然后从此就把这笔钱给忘了，那么到了1999年，就是过了50年之后，他的这笔投资会升值到5500万美元！这个数字准确吗？

邓普顿：是的，前提是他们每年的基金分红一分不拿，用这些红利继续再投资。

罗宾斯：我想请教一下你的投资哲学。过去，你曾经跟我说过：“不但要敢于在最悲观的时候买入，而且还愿意在最乐观的时候卖出。”我说的对吗？

邓普顿：你说的对。你说得很好，托尼。“在悲观主义弥漫的时候牛市初生，在怀疑主义弥漫的时候牛市初成，在乐观主义弥漫的时候牛市成熟，在人人陶醉的时候牛市结束！”每一波大牛市都会出现这4个阶段，这一规律可以帮助你分析你现在处在牛市的哪个阶段。如果你跟足够多的投资者

交谈，搞清楚这些投资者的心理状况，你就能分辨出来现在是市场估值水平很低，相当安全，还是市场估值水平太高，已经到相当危险的高位。

罗宾斯：你觉得投资者会犯的最大错误是什么？

邓普顿：绝大多数人都没有积累财富，是因为他们做不到约束自己，保持自律，每个月都把固定比例的一部分收入储蓄起来。但是，只是这样定期储蓄还不够，一旦你储蓄起来一部分收入之后，你还必须把这些钱明智地投资出去，购买价值相对于市场价格相当便宜的股票等资产，这并不容易。能够这样明智地投资的人是罕见的，特别是那些业余投资者，平时工作很忙，只能利用有限的空闲时间进行研究分析，选择正确的投资目标，这真的太难了。这就跟你要成为你自己的医生或者自己的律师一样困难，所以想要自己成为自己的投资经理，可能并不明智。更好的办法是找到最好的基金经理、最聪明的证券分析师、最好的专业投资顾问，帮助你管理好投资。

罗宾斯：我在巴哈马遇到你的几个朋友，一起聊天，我问他们："约翰·邓普顿爵士最近在投资什么呀？"你的这些朋友说："什么都投！如果他觉得买树是笔好买卖，能让他赚到钱，他会去买一棵树。"我听了就问你的朋友："那么邓普顿会持有这笔投资多久呢？"你那几个朋友都说："永远！一般至少会持有到这笔投资升值更多的时候！"约翰·邓普顿爵士，你会持有一笔投资多久，直到你觉得应该放手？你怎么知道你是否犯了一个错误？你怎么知道是时候该卖出变现了？

邓普顿：卖出这个问题，也是最重要的投资问题之一！很多人会说："我知道什么时候买入，但是我不知道什么时候卖出。"过去54年里，我一直在帮助投资者，我认为我已经找到卖出时机的答案了，答案就是，你要卖出一项资产，必须满足一个前提，就是你找到了另外一项资产，价格还要便宜一半。你一直在寻找便宜货，然后再看看你手中持有的资产，如果你现在的投资目标清单上有一项新资产，要比你原来发现并已经买入的老资产还便宜一半，那么你就可以把老资产卖掉，去买新资产。但是即使是这样，也要小心，因为你不会每一次判断都是对的。

罗宾斯：约翰·邓普顿爵士，为什么美国人觉得在美国以外进行国际投资挺好？

邓普顿：你好好想想这一点，如果我们的投资工作是找到最好的机会，如果不把自己局限在一个国家里，那么我们肯定能找到更多的机会。同样，如果我们在世界各地到处寻找机会，而不只是在一个国家寻找机会，可能我们就会找到更好的机会。但是最重要的是，这样会减少你的风险，因为每个国家都会有熊市。通常，每12年，在一个大国就会出现两次大熊市，

但是不同的国家出现大熊市的时间并不相同。有的人把所有的鸡蛋都放在一个篮子里，都集中投资到一个国家，这个国家一旦发生大熊市，他就损失惨重。相比之下，如果你分散投资，把你的资产分散投资到很多国家，那么这个出现大熊市的国家的投资占比并不大，你的损失就要小多了。

我们一直建议我们的投资者要分散投资，不仅要分散投资到多家公司，要分散投资到多个行业，而且要分散投资到多个国家，这样他们才能够得到更大的安全保障，也能够得到更大的盈利潜力。

罗宾斯：你认为是什么因素把你跟其他投资者区别开来？是什么让你成为有史以来最伟大的投资人？

邓普顿：谢谢你，我并不认为自己有那么了不起。我们并不总是对的，没有一个人总是对的，但是我们努力地要比其他竞争对手做得好那么一些，给我们投资者的回报比他们对我们的预期高一些，而我们总是努力改善我们的投资分析方法，以在竞争中保持领先。如果说我们在投资上有什么秘诀的话，那就是这一点：不要努力成为一个积极的获得者，而要努力成为一个积极的给予者。

罗宾斯：约翰·邓普顿爵士，现在社会上各个阶层的人都有很多恐惧，我们怎么应对这些恐惧？

邓普顿：要克服恐惧，最好的办法就是有一颗感恩的心。如果你每天早上醒来，能够想到5件不重复的感恩之事，你就不大可能会恐惧了，你可能就会释放出你的乐观、你感恩的态度，你可能就会用更好的方法来做事，吸引更多的人来到你的身边支持你帮助你。所以我认为，有一颗感恩的心，可以阻止一生的恐惧。

罗宾斯：我很想听听你对自己的看法：约翰·邓普顿爵士是个什么样的人？你的人生究竟是为了什么？最终，你希望别人怎样记住你？

邓普顿：我是一个学生，一直想要学习。我是一个罪人，我们都是罪人。我一直在努力一天比一天活得更好，特别是我一直不断地在问自己：“上帝的目的是什么？为什么上帝要创造出宇宙？为什么上帝希望他的孩子住在这里？”你可以得到的最接近的回答只有简单几个字：上帝希望我们在精神和信仰上成长进步。上帝给我们考验和磨难，就像学校里给我们考试测验一样，因为这样才能帮助你成长为一个拥有更加伟大灵魂的人，不然的话，没有这些考验和磨难，你在精神和信仰上就不会有那么大的成长进步。所以人生就是挑战，人生就是冒险，人生就是一个神奇的、刺激的冒险。我们所有人都应该尽己所能地做到最好，只要上帝还把我们留在这个星球上，我们就要一直努力，尽己所能地做到最好。

# 第七部分 只管去做，尽情享受，尽情分享

## 第44章 未来比你想象的更加光明

生活的关键是，要相信最好的还在后面。

——彼特·乌斯蒂诺夫

为什么大多数人要追逐财富？因为他们要追逐更高品质的生活。毋庸置疑，那就是任何人都能够应对艰难的日子，只要可以确定有更好的明天。

我们都需要美好的未来。

你是否在疑惑，为什么我写的是一本投资理财书，却要花时间大谈未来和科技上的突破创新，这是因为科技是一种隐藏的资产，每一天科技水平都在呈复利式增长，让我们的生活更加富足。

每天都在发生颠覆性创新，未来几个月、几年，将会发生革命性的创新，以提高你和地球上所有人的生活品质，这种高科技的发展进步像巨大的浪潮，让我们所有人像船一样都向上浮，生活品质大大提高。

用金融术语来讲，你知道科技创新最厉害的地方是什么吗？科技创新的成本在减少，而科技创新的能力在呈指数化扩大！你知道这对于你来说意味着什么吗？这意味着即使你现在才开始打造财富，即使年纪已相当大而财富一点儿都不多也没关系，你将来还是能够拥有品质很高的生活，所需要的钱比你想的还要少。

而且，学习了解这些高科技发展的趋势，能够让你清醒地意识到，你这一生正面临最伟大的投资机会。这些科技创新正在呈指数化增长。你要留意关注这些科技创新，时间就从现在开始。

我希望这一章的内容能够激励你更好地照顾自己和你的家人，不仅是在财务上，还要在身体上。没有健康的身体，就没有财富。你要活得时间足够久，才能充分利用科技上的巨大进步，你应该把健康长寿放在第一位，特别是你听我下面讲到有些巨变正在展开之后，更要把健康放在第一位。

让我们来展开一段简短的科技最前沿之旅，探索科技未来发展的最前沿。

我要先说一下，这一章的内容是一点儿也不怕出错的积极观点，这并不是基于我个人的热情，而是反映了目前世界上一些伟大科学家做的研究工作成果。这些人，不是只会预测，而是亲自把自己的预测变成现实成果。这些人已经做了很多了不起的大事：解码人类基因，设计出第一个数字语音识别系统，设计研发商业运载火箭以实现载人在地球和国际空间站之间往返运输。

我知道，很多人对科技创新的观点和我不同，有很多怀疑。也许他们是对的。有些人展望未来，看到的是像电影《终结者》那种类型的机器人杀手，还有转基因食品。有些人展望未来，看到的是：会飞的汽车，就像动画片《杰森一家》里的一样；灵活的机器人帮手，像电影《星球大战》中的C–3PO一样的人形机器人助手；肉和蔬菜可以从单细胞培养出来以提高生产效率，完全可以解决世界饥饿问题。不过所有这些极端的未来场景，没有一个变成现实。所以我选择探索的问题更加实用一些，如何利用科技创新大幅度提升我们的生活品质，更健康，更美好。我知道，人们往往对科技创新出来的新东西感到恐惧，担心我们发展得实在太快了。

毕竟这些科技进步都有负面影响，通常是因为这些科技一开始会让人们丢掉原来熟悉的工作，直到他们适应新技术，学会用新方式工作，正如史蒂夫·拉特勒这位影响力很大的金融家和专栏作家在《纽约时报》上撰文所指出的那样，即使是英格兰伊丽莎白女王一世，也拒绝给一台16世纪的纺布机器颁发专利，因为这会让她那些“可怜的臣民”丢掉工作。但是按照拉特勒的看法：“这项科技创新并不是为了保住旧工作……而是为了创造新工作。自从车轮发明以来，就经常如此。”

大多数时候，这些新工具用以提升人的生活品质。但是现在世界面临一些巨大的挑战：过多的二氧化碳排放、缺少淡水、耕地短缺，而科技创新正在解决这些大难题。所有这些科技进步看起来好像一夜之间发生的，但是从整个历史来看，也有少数人会利用任何工具或者任何科学技术作为武器来危害人类。比如电力既可以用于路灯照明，也可以用于电椅杀人，但是世界上的路灯有好几百万个，数量要远远超过杀人的电椅。波音喷气式飞机既可以用来载人穿越大洋，也可以用来载着炸弹杀死成千上万人，但是世界上的民用航空飞机数量比战斗机多出好几百万架。

人类害怕新事物，未知的事物，过多关注最糟糕的情况以做最坏的打算，这很自然。我们的大脑天生是为了追求生存，我们作为一个物种天生就是这样的，把生存放在第一位。但是我们的想象力也可能会阻碍我们。科幻小说让很多人恐惧未来的科技发展，就像人工智能。但是现实派的科学家和未来学家，就像雷·库兹韦尔、彼得·戴曼迪斯、胡安·恩里奎，都是把先进的科技看作机会，它们能让人类进化得更好，让世界变得更好。

如果你一看未来如此积极乐观就怒了，你可以马上转到下一章！但是如果你真的对未来很感兴趣，想要知道科技如何塑造我们的生活，我想这一章肯定会帮助你明白，哪些科技就在身边可以使用，哪些正在到来。我看待科技的方式是，你可以选择恐惧未来，也可以拥抱未来。不管你怎么做，都不会改变科技，而科技肯定会改变你的生活。

为什么？因为未来已经来了。

预测未来的最好方法就是创造未来。

——艾伦·凯

每过10分钟，美国就有一个人严重烧伤。他们冲到医院，充满烧伤的痛苦——这是人体能够承受的最大痛苦。护士刮掉那些满是水疱和烧焦的皮肤，用从尸体上取下来的皮肤覆盖住伤口，以避免他们受到感染而死亡。你能想象吗？从尸体上取下来的皮肤盖在你自己的伤口上！即使伤者活下来，疤痕也非常严重。你会看到他们的脸上、胳膊上、腿上都是伤疤，面目全非。有的时候，需要进行多次手术，经过好多年才能痊愈。

那么你可以想象一下，有一天晚上，40多岁的州警马特·尤兰姆也被烧伤了，发现自己也成了这些残酷的统计数字中的一个。他的人生从此永远被改变了。

这是怎么回事？当时他坐在一堆篝火旁，有人往火里面扔了一罐汽油，结果大火燃烧起来，烧到了他的右臂、头、右脸。大家赶紧把他送到医院，医生和护士动作很快，清除掉起了水疱的皮肤，给伤口消毒，避免感染，涂了药膏。正常情况下，他应该在烧伤病房里住院几个星期，甚至好几个月，接受一系列痛苦的检查，每天两次。而这次不同于传统方式，有一个专家团队使用一种新的医疗科技为马特治疗。医疗专家从马特身上取下一小块没有烧伤的皮肤，得到了健康的皮肤细胞，而不是给马特使用从尸体上取下来的皮肤！医疗专家对这些细胞进行培养，不久之后，用喷枪喷到马特的伤口上，喷出来的都是马特自己的组织细胞溶液。

过了三天，马特的胳膊和脸上烧伤的皮肤就痊愈了。在马特身上几乎看不到任何伤疤。我知道这事听起来像是一个科幻片。但是这是一个真实的故事，几年前就发生在匹兹堡。

尽管治愈马特·尤兰姆烧伤的技术，在美国还处于临床实验阶段，但一个类似的干细胞手术已经在欧洲和澳大利亚用在几百个烧伤病人身上了。真让人吃惊，是不是？现在甚至有一种“生物笔”，能让外科医生从骨头和软骨不同层面上提取健康的细胞，这些细胞繁殖生长，成为神经、肌肉、骨

骼，用来治愈受到损害的对应部分。科技能让外科医生把细胞置于他想要放的地方，一眨眼就能完成。这只是其中之一，还有好多不可思议的新型治疗方法正在投入使用，而且价格越来越便宜，人人都负担得起。

可能你还没有注意到：我们生活的这个世界，每一天都在发生奇迹，变化得非常快，有时我们甚至根本没有注意到。或者我们已经把这些变化看作理所当然。

但是如果你回到1980年，距离现在也不过是30多年前，你向那个时候的人描述我们现在的世界，他会觉得，你正在做的事情，简直是魔法一般不可思议！往皮肤上喷组织细胞？一边跟人打电话，一边开车？我的天哪，这简直太不可思议了。

我们习惯预测未来的方式是，看看今天发生了什么，或者昨天发生了什么，我们就能预测出明天会发生什么。但是再也不能这样预测未来。直到非常接近现在的“最近”，也是变化很少而且很慢的，可以用几十年甚至几百年的一个时代来衡量，比如铜器时代、铁器时代等。现在变化比过去快多了，而且是指数型加速变化。这意味着速度不是不变，而是快上加快，在很短的时间之内，就能发生巨大的跳跃性变化。这意味着，我们正在制造工具，把我们的生活品质改变得更快更好，现在这些工具每个人都能得到。

现在普通人都能享受到的东西，是古代最富有的帝王做梦都想不到的。想象一下，如果古代的帝王坐在椅子上或者躺在床上就能飞到天上，只用几个小时就能飞到世界上任何一个遥远的地方，而不是在海上航行好几个月才到达，那么这个帝王愿意给你多少金银财宝？现在，你只要付出494美元，坐上维珍·亚特兰大航空公司的飞机就能做到了。

即使是帝王，也不能花费2亿美元拍一部电影，娱乐自己2个小时。但是现在每个星期都有新电影上线，我们只要花上10美元就能在电影院看大片了，或者在视频网站上花9.99美元包月，大片随便看。

让我们面对现实吧，我们生活在地球上最非凡、最不可思议的时代。我们看到，最近100年，人类的寿命从30岁延长到67岁，寿命增加了1倍多。与此同时，全球平均收入增长了3倍。100年前，大多数美国人，只有每天把工作收入的43%花在吃饭上，才能填饱肚子。现在，由于农业和物流分销的进步，现在美国人每天用在吃饭上的钱只占收入的7%。

## 你有新邮件

我第一次见到美国前总统比尔·克林顿是在20世纪90年代早期，我还非常

清楚地记得，我坐在他旁边对他说：“你看，总统先生，也许有个方法，能让我们用电子通信的方式沟通。”克林顿总统一听一脸迷惑，我马上解释说：“我已经开始使用这个新东西，它叫作电子邮件。我用美国在线开了电子邮件账户，你有吗？”克林顿总统说：“哦，我听说过那个东西！”但是那个时候，美国总统还没有电子邮件账户。现在亚马孙流域那些原始部落里的人，也带着手机在丛林里四处行走，他们的即时通信能力非常强大，35年前，连克林顿这个全世界最强大国家的领导人当时的即时通信能力也根本比不上。尽管住在丛林里，他也可以在线购买奶牛饮料，可以在线支付小孩的学费。他可以在线翻译，他愿意的话，甚至可以上耶鲁大学网站得到免费的经济学课程，也可以从麻省理工学院得到免费的数学课程。我们现在生活在一个完全不同的世界中，现在还只是在开始阶段。




“戴上我们家狗狗的头套，才能防止我 2 秒就要刷一次手机。”

图44–1

每天，事情都在变得更好、更快。“未来肯定要比你想象的好得多。”我的好朋友彼得·戴曼迪斯说。他是X大奖基金会的创始人、太空飞船设计师、医生、实业家，是一个伟大的全才。“现在人类正在进入彻底变化的时

代，科技有潜力提升每个人的基本生活水平，包括每个男人、每个女人、每个孩子。”

这对于你来说有什么意义呢？这意味着即使你搞砸了，并没有照着你在本书前面章节里学到的投资理财方式去做，存的钱很少，赚的钱也很少，也没关系，未来你还是能够享受到相当好的生活，远远超过你的想象，即使你将来并没有一份巨额收入也不要紧。对于那些听从了我前面的投资理财建议会有一大笔收入的人来说，未来你有无限的可能，未来的生活好得远远超出你的想象。

富有的关键是用有限的环境满足无限的想法。

——玛丽安·威廉姆森

科技将会改变我们对短缺的看法。短缺，是让我们感到恐惧的一个共同因素。我们害怕我们需要的东西数量不够，或者我们觉得非常宝贵的东西数量不够，包括饮用水、食物、金钱、资源、时间、空间、快乐、爱。为什么大家都想变得富有？因为我们都相信，一旦自己变得富有，就能得到足够的东西，再也不会因为缺少自己想要的东西而发愁。“这种恐惧，我们脑子里天生就有。”

但是短缺并不一定是永久的状态。科技会改变短缺情况。你知道吗？有很多年，地球上最短缺最宝贵的金属是……难道是铝？对了，你猜对了！起初要把这种元素从泥土中分离出来非常困难，花费非常大。结果当年铝以稀为贵，在19世纪的法国，拥有铝制品是最高地位的象征，在国宴上，拿破仑三世招待泰国国王用的是铝制餐具，而不是常见的金制餐具。但是到了19世纪末，科学家经过几十年的探索研究，找到了电解铝的工艺，使铝可以大规模生产，一下子这种又轻又便宜的金属在市场上随处可见，从此原来帝王才能用得起的铝制品走入万千寻常百姓家。

彼得·戴曼迪斯喜欢用铝的故事来说明，短缺程度取决于我们获取资源的能力，或者说是短缺程度取决于我们缺少的获取资源的能力。他写了一本非常棒的书《富足：改变人类未来的四大力量》，这本书有300多页，讲述了一些关于未来的概念，我们这一章只简略地介绍一下。这本书用了一个很棒的比喻来解释科技如何征服短缺。“想象一下，有一棵巨大的橙子树，上面结满了橙子。”彼得·戴曼迪斯写道，“如果我只是从那些很低的树枝上摘橙子，那么那些很容易够得着的橙子很快就被摘光了，橙子就变得短缺了。但是如果有个人搞了一项新的科技发明，叫作梯子。现在，使用梯子，我能够得着的橙子就变多了，橙子短缺的问题就解决了。科技是一个解放资源的好办法。”

由于全世界人口不断增长，我们需要用科技解放这些资源，速度要比以前更快。这就需要实现我们前面说过的那种指数型变化。指数型变化是什么？下面就是一个例子。

●人类用了20多万年的时间，直到1804年，才让全世界人口达到10亿。

●接下来只用了123年，到1927年，全世界人口就又增加了10亿，世界人口总数达到20亿。

●但是接下来只用了33年，到1960年，世界人口就又增加了10亿，世界人口总数达到30亿。

●接下来只用了14年，到1974年，世界人口就又增加了10亿，世界人口总数达到40亿。

世界人口增长并没有到此停止。尽管中国13亿人口实行了“计划生育”政策，再加上全世界其他国家控制人口增长的努力，但都没有阻止世界人口的加速增长，只是最近40年，世界人口就新增加了30亿！也就是说，最近40年增加的人口数，相当于人类历史最初20万年增加的人口数量的3倍！现在地球上人口总数有72亿！照这个速度增长下去，科学家预计，到2050年地球上会有96亿人。

地球能养活这么多人吗？我们持续消耗自然资源，按照现在的消耗速度，根据《华尔街日报》上引用世界自然基金会的吉姆·利佩的研究结果：“我们现在使用的资源数量，比地球能够持续产生的资源数量超出了50%，除非我们改变发展方式，不然这个数字还会快速增长，到2030年，即使有两个地球，产生的资源也不够我们人类使用。”

人类的独创性和科技融合在一起，才能够找到一种方式，持续满足我们的需要。

我记得有一段时间，我们以为人类要把石油用完了。那是1973年，我还是一个高二学生，当时中东发生了石油危机。年纪大的人都还记得，那时汽油实行配给制，按照车牌号，一天是单号加油，一天是双号加油。还在读高二的我心里直嘀咕：可能我还没有拿到驾照，地球上的石油就用完了，我这辈子连汽车都开不上了！有一天，在学校里，我们的工程学老师说：“我来给大家读一篇文章。”那篇文章我在《时代》杂志上已经读过了，是罗马俱乐部发表的一份研究报告，这份研究报告把每个人都吓死了，因为它预测我们的石油供应只能再持续几年，整个经济将会崩溃。老师读的这篇文章讲的内容差不多，用的也是对未来非常悲观失望的语气。然后老师给我们展示了一篇他过去读过的东西，那是19世纪50年代报纸上

的一篇文章，讲的也是燃油危机。不过当时的人讲的燃油是——鲸油。

在19世纪，鲸鱼的脂肪是点灯用油的主要来源。没有鲸油，你在家里根本没有办法点灯照明。但是鲸鱼当时被过度捕杀，人们担心会出现点灯用油的短缺，结果鲸油的价格都涨到天上了。但是1859年发生了什么事情呢？在宾夕法尼亚州发现了原油。我们从此可以得到一种全新的资源。不久，我们就用上了煤油灯和内燃机。1973年的石油危机？科技已经减轻了石油短缺问题。新的石油勘探和开采技术，为石油供应量打开了更加广阔的空间，现在采用横向钻井技术，美国能够开采的天然气储量，按照油气当量计划，超过沙特阿拉伯的原油储量！这样的科学技术改变的并不只是一个国家的经济情况，而且会对地缘政治产生影响。2013年，10年来几乎第一次，美国国内生产原油的数量超过了从中东进口的原油数量。

未来还会有其他替代能源，例如风能、生物燃料，还有最大、最方便利用的自然能源——太阳能。按照发明家和未来学家雷·库兹韦尔的说法，世界上的能源需求总量，只要用地球上太阳能的万分之一，就可以解决了。捕获和储存太阳能的技术已经有了，关键是成本要降低到有竞争力的水平，这是最大的挑战。雷·库兹韦尔预测，再过几年，每瓦太阳能发电的成本就会低于原油和煤炭发电的成本。

我们需要的是，有更多的人擅长解决不可能解决的问题。

——西奥多·罗特克

我们停下来想一想：所有这些新科技是从哪里冒出来的？过去一直从我们大家熟悉的那些地方冒出来：硅谷、美国国家航空航天局、美国国防部高级研究计划局、世界上一流的大学和实验室。但是现在越来越多的自己动手的独立发明人出现了，他们运用网络上的丰富资源，找到方法把事情做得更快、更好、更便宜。

我给你讲一个少年儿童搞发明创造的故事。我遇到了一个小孩，自己创新设计出一个机械假肢，假肢行业掀起了一场革命，这个革命的发源地就是他的实验室，其实就是他的卧室。这个少年名叫伊斯顿·拉切贝尔，他17岁到美国国家航空航天局开展了一个机器人项目，他根本不用去上大学来学工程学，因为他有网络。

伊斯顿·拉切贝尔是在科罗拉多州一个很小的镇上长大的，那里没有什么给小孩玩的玩具。于是他在家里自娱自乐，把家里的玩具、电器之类各种各样的装置拆了又装，装了又拆。14岁的时候，伊斯顿决定自己打造一个机械手臂。为什么？好玩呗！他住的小镇上既没有大型图书馆也没有大学，于是他在网络上搜索，自学电子学、编程、机械。然后他用他身边能够找

得到的东西，包括乐高积木、钓鱼线、绝缘胶带、玩具小马达，还有一个玩游戏用的任天堂能量手套，造出了一个机械手臂原型。

等到他16岁的时候，他进一步完善设计，因为这时他得到了一台3D（三维）打印机，能用一层一层的塑料打印出一个机械手臂。伊斯顿带着这个发明参加了科罗拉多州的科学展览会，正是在那里，他找到了他所说的“啊哈”时刻，他一下子顿悟了。伊斯顿碰到了一个7岁的女孩，两只胳膊装的假肢，家里花了8万元，等她长大成人还需要再装两个大的胳膊假肢。伊斯顿一听，心里说：“谁能买得起那么贵的假肢呢？”除了价钱贵之外，这个假胳膊上连的机械手功能非常有限，上面只有一个感应器，只能做一种运动。相比之下，伊斯顿设计的机械手臂装置就灵活多了，还有5个灵活的手指。就在那个地方，就在那一刻，伊斯顿决定设计创造一个新型机械手臂，使用简单，功能实用，价格便宜，大家都买得起，从而帮助那些像那个小姑娘一样失去胳膊需要装假肢的人。

伊斯顿回到他的卧室兼实验室，打造出来一个完整的机械手臂，能够复制人类手臂的动作和力量，但更加令人惊奇的是，他想出一个好主意，为手臂配一个脑电波头戴式设备，将脑电波转化成蓝牙信号，来控制这个机械手臂。（这些东西并不只是科幻电影里才有。）这个机械手臂比小姑娘花8万美元买的假肢轻1/3，力量却强大得多。事实上，一个人用这种机械手臂能提起150千克重的东西！和过去假肢的性能相比，这是多么巨大的改进。那么你猜猜伊斯顿发明的新型机械手臂成本是多少？跟那个8万美元的假肢相比，功能强大这么多，价格肯定应该更贵对不对？然而，恰恰相反，这款假肢便宜多了。2万美元？5000美元？1500美元？只要250美元！

18岁生日前那个夏天，伊斯顿受到美国总统奥巴马的接见。随后，伊斯顿到美国国家航空航天局位于休斯敦的约翰逊太空研究中心实习，由他领导一个团队研发机器人技术，用于国际空间站。到了8月底，伊斯顿就待不下去了，心里想：“我要离开这里，这些家伙做事太慢了！”他非常想制造自己设计的东西，可是这里有太多层级的官僚机构，需要一级一级批准。于是他又回到家里。伊斯顿开始打造一个机械外骨骼，这是为他所在高中的一个男孩设计的，那个男孩出了车祸，腰部以下瘫痪。伊斯顿希望他穿上机械外骨骼，能够自己行走，参加毕业典礼。

我一看到伊斯顿研发机械外骨骼的报道，就想我一定要联系上他。我一直在跟最近大规模枪击事件的幸存者一起合作，包括康涅狄格州牛顿市和科罗拉多州奥罗拉市的两起枪击事件。我帮助很多幸存者改变他们的人生，在人生蒙受如此巨大损伤之后能够重新振作起来，重新正常生活。其中一位是阿什利·莫泽，她是个怀孕的妈妈，亲眼看着那个发疯的杀人犯杀死了她6岁大的女儿，然后掉转枪口指着她。两颗子弹射穿她的肚子，杀死了

肚子里还没有出生的孩子，也让她腰部以下瘫痪。我遇见阿什利的时候，她满脑子都是自杀的想法，我用飞机去接她的家人和医疗团队来参加我们“释放内在力量”的活动，我们一起努力，想要创造出一种环境，让这个可怜的年轻妈妈能够开始她的情绪治愈过程。

我很希望阿什利能够重新行走，于是我联系伊斯顿，提出要赞助他的研究计划。从那以后我们两个就开始业务合作了，想要创造发明出一种低成本的假肢装置，能够用到全世界，让很多人用了这种机械手臂，人生从此发生巨大变化，不管他们住在哪里，不管他们有多少钱，都能装上这种机械手臂。这就是伊斯顿的使命。

伊斯顿的另外一个使命是，向全世界的年轻人传播他的想法，所有年轻人都能成为高科技的创造者，而不只是消费者。“每个人都可以成为创造者。”伊斯顿说，“只要能上网，能用上3D打印技术，那么小孩子想做什么都能做到。他们不必在思想上受限于‘我必须得去上大学才能成功，除此之外根本没有别的路’，其实你真的有很多其他选择。”

毫无疑问，伊斯顿·拉切贝尔是一个非凡的人物，也许称他为天才都不为过。但是你认为世界上还有多少个伊斯顿这样的天才少年，在印度、坦桑尼亚、澳大利亚、塔吉克斯坦、乌拉圭、新加坡，天天挂在电脑上，梦想着找到办法来改善我们居住的这个世界？伊斯顿用开源的技术来分享他的第一个机械手臂设计，这样全世界的人都能够模仿、改进，只要他们愿意做就能自己做出来。现在我们所有人都可以成为自己的出版者和创造者，通过互联网，跟任何一个人来分享我们的创意。

闸门已经打开，科技创新的浪潮奔腾而来，带来我们这个时代最伟大的革命之一——人们称之为创造者革命，我们这个时代也成为创造者时代。伊斯顿·拉切贝尔，只是创新大爆炸的众多前沿人物之一，正是科技迅猛发展进步才让无数个人成为自主创新者。克里斯·安德森，3D机器人公司的首席执行官，他将此称为“新工业革命”。现在全世界的人想学什么都能学到，原来只有考上哈佛大学、麻省理工学院、斯坦福大学这些世界名校才能学到的东西，现在全世界的任何人只要上网都能学到。每个人只要上网就可以跟世界上最好的老师进行互动，而且是一对一交流，比大学里的学生上课交流更加紧密，分享想法，分享技术，制造设备，提供服务，这些东西过去要花费好几百万美元，现在只要几百美元就可以得到了。

每一年，创新者大会都会在全美各地召开，参加展会的创新者多种多样：发明者、业余爱好者、工程师、学生、教师、艺术家、企业家，他们一起来到这个“地球上最伟大的创新者秀”。2013年，全球共举办100场创新者大会，超过54万人参加。创新者传媒是创新者大会的创立者，2014年6月18日，时任美国总统奥巴马在白宫主持召开一场创新者大会。有个5米多

高的机器人斑马，名字叫鲁塞尔，和总统热情打招呼。奥巴马参观了一个12平方米的可携带房子，还玩了一下用香蕉制造的键盘。奥巴马总统会见了来自旧金山的马克·罗斯，当他还住在无家可归的流浪汉收容所里的时候，他就开始到当地的科技市场学习如何使用3D打印机和激光切割机。16个月之后，他自己创办了一家激光切割企业，现在开展一个培训项目，给那些想要重新开始创业的人培训高科技实用技术。

奥巴马还公开称赞北卡罗来纳州两个十一二岁的小女孩，她俩创办了一个机器人公司，而不是像大多数同龄少年那样去送报纸。她们的座右铭是："只要你能想象到，你就能做到，无论它是什么。"

"这句座右铭非常适合美国人。"奥巴马对观众们说，"美国是非常能想象的国家，想象用铁路连接一整个大洲，想象把电力送到所有城市和乡村，想象摩天大楼直入天际，想象用互联网让你我紧密相连。"奥巴马呼吁每个公司、大学、社区都要支持这些创新者。"如果我们这样做，我们就会创造出更多好工作，再过几年就能做到。我们就能创造出一些全新的行业，我们以前根本想象不到。"

创新革命正在逐步成为现实，推动创新革命的力量是新技术大爆炸和网络大扩张。10年之前，互联网只连接5亿人，现在互联网连接20亿人。专家估计，只要再过6年，就会又有30亿人加入互联网，那么互联网就会连接50亿人。想象一下，50亿人在互联网上，会在这个星球上激发多少新的联系，会释放多少创造力，联网的力量会有多大！最早的互联网，只是军事机构和科研院校之间联系的互联网，后来成了公司的互联网，再到后来成了创意的互联网，最后有了社交媒体就成了人际关系的互联网。现在的互联网是万事万物的互联网。电脑和感应器可以植入日常使用的物品之内，相互传递信息。机器跟机器之间互联，机器又跟我们人类互联，把所有的人所有的事物互相联结成一个强大的全球性网络。3D打印技术正好是一个代表性技术，可以说明这种互联网会如何改变和扩张，远远超越我们最狂野的梦想。

## 3D打印：从科幻小说到科学现实

还记得吗，在电影《星际迷航》里，企业号飞船上有复制机，能够无中生有，把能量转化成特质，凭空合成出来汉堡包和热咖啡。不过，科学家说，我们再过不久就可以创造出真正的复制机了！我们已经讲了很多3D打印，但是你可能很难理解这是一种力量多么强大的技术，除非你亲眼看到3D打印的实况才会相信。3D打印其实是一个代表数字制造的短语，含义很广。"打印机"实际上是一个迷你工厂，用计算机文件作为蓝图，一层一层地创造出三维立体物体，3D打印机可以使用至少200种液体或者粉状材

料，包括塑料、玻璃、陶瓷、钛、尼龙、巧克力，甚至活细胞。用3D打印机能制造出什么东西？更好的问题是，用3D打印机不能制造出什么东西？到目前为止，用3D打印机能制造出来的东西有：跑鞋、金项链、飞机零部件、餐具、比基尼、吉他、太阳能电池板——更不用说人的气管、耳朵、牙齿。你知道，有些3D打印机体积很小，一个小孩子的卧室就能装得下，能够把一层又一层的合成糊状物变成一个能够有效发挥功能的假肢。在中国还有一种体积很大的3D打印机，一天能够打印出来10套房子，用的是一层又一层的混凝土与可回收建筑废物的混合物。成本？一套房子只需要5000美元，而且几乎不需要劳动力。

也许更重要的是，美国国家航空航天局和“美国制作”这家3D打印公司合作，应对人类最大的挑战之一：避难所需要，特别是紧急避难所。当发生自然灾害，例如龙卷风、海啸、地震等，会一下子需要面积很大的避难所。想象一下，用3D打印机，现场打印出来房子，使用当地的材料，只用几个小时，而不是几个月就能完工，那会造福多少受灾的人。这项技术的作用，如果有效使用，简直是无限大。

有一天，也许你不用离开家门一步，就能打印自己合身的蓝色牛仔裤。与此同时，地处喜马拉雅山脉的山村，能从云端下载样式，打印出来工具、水泵、教学用品，当地人需要的东西都可以打印出来。你也可以打印出来空间旅行飞船，当然，3D打印这种新科技来了，有些旧技术就会毁灭，有些老行业可能就消失了。将来五金配件商店就没有多大的存在必要了，因为很多零件都可以用3D打印，是不是？货物运输因此也会大大减少。这对于我们的星球肯定是件大好事，但是如果你是个卡车司机，那么对于你来说情况就不太妙了。专家预测，美国350万个卡车司机会失业，因为将来会有机器人自动驾驶卡车，能够每天24小时运行，而要是人来驾驶，开上8个小时就必须休息。而且你根本不需要付给司机工资，你只用投资一辆自动驾驶的卡车就行了，司机是随车免费赠送的。

随着旧行业的消失，新的行业就会出现，我们要训练思维模式来拥抱改变，来满足新型经济的需要。

3D打印技术只是高科技中的一项而已，还有很多非凡的科技正在发展进步，将会改变你的生活品质。纳米科技、机器人、组织再生，这三项技术也非常值得关注。要是你还搞不懂为什么我们要讨论上面这些东西，我告诉你，因为我们知道，科技发展进步为我们目前很多最紧迫的问题提供了解决方案，不管未来是什么经济季节，不管我们经历通货膨胀还是通货紧缩，不管是战争还是和平，科技发展进步都会持续不断地发生。

听说过人口浪潮吗？婴儿潮一代出生的有7700万人，这一代人的消费支出推动美国经济增长了好几十年。但是现在每天都有10000个婴儿潮出生的

人年满65周岁，这就形成了一种潜在的退休危机浪潮，因为他们大多数人都没有存下足够几十年退休生活支出的一大笔钱，也根本没有养老金。

有一股债务浪潮正在美国这个国家内部形成，比历史上任何时候的债务规模都要大：17万亿美元债务，还有100万亿的没有资金支撑的支付责任，包括医疗保障制度、医疗补助方案、社会保险计划，以及美国政府的其他承诺。




图44–2

还有一股环境浪潮也在形成，尽管可能你并不相信气候变化。但是很明显，现在我们所居住的陆地气温过高。不管人口浪潮、债务浪潮和环境浪潮有多大，科技浪潮都会更大，并承诺能让所有的船都升起，带领整个世界进入更加富足的未来。

我想这些技术的潮流倾向比任何问题都重大，那是在我最近举办的一次经济研讨会上，未来学家和风险投资家胡安·恩里奎斯说，尽管每个人都担忧朝鲜战争和冷战，但那时人们还是发明了晶体管，尽管每个人都担忧“二战”，人们还是制造出了抗生素。大多数这些进步，都对你的生命有更加

重要的影响，影响比战争还要大，比那些政治和经济的起起伏伏还要大。

我们的问题一波接一波地冒出来，但是解决方案也一波接一波地冒出来。

我在巨大的生命浪潮上冲浪。

——威廉·夏特纳

科技创新像波浪一样呈指数型增长，对于这个看法的了解，没有能胜过我的好朋友雷·库兹韦尔的，他是个发明家，又是作家，又是企业家。作为我们这个星球上的最强大脑，大家称他为我们这个时代的托马斯·爱迪生。不过你可能从来没听说过他的名字，除非你是一个特别喜欢收看TED演讲的人，或者你研究过谷歌的团队成员组成，你才知道他是谷歌工程设计部门的头儿。不管你是否知道他这个人，雷·库兹韦尔在很多方面都影响了你的生活，比你能想象的还要多得多。你用手机播音乐，或者用电脑播放网上的音乐，或在任何地方听到数字设备播放出来的音乐，你都要感谢这个人——是他发明了第一首数字音乐。如果你用Siri（苹果手机上的语音控制功能）语音输入一封电子邮件，或者用的是语音转换文字系统，那么你要知道这些发明都是雷·库兹韦尔的功劳。

我记得，大约20年前，我第一次听到雷·库兹韦尔描述的未来，我很震惊，这听起来好像是魔法一样遥不可及，但是现在都成了现实，就在身边：汽车自动驾驶；电脑可以击败世界上最厉害的象棋大师。雷·库兹韦尔发明了光电符号识别系统，就是我们常用的扫描文字识别，给盲人创造出来第一个阅读机器，歌手史蒂夫·汪达是他的第一个客户。现在他想帮助盲人识别街道标志，在城市里自主穿行，不需要别人的帮助，进入餐馆可以自己“看”菜单点菜，只用一个香烟盒大小的装置就行了。雷·库兹韦尔告诉我这一切发生的准确年份是：2005年。

“现在是1995年，你怎么知道10年之后能够实现呢？”我问他。

“你不明白，托尼。技术是能够自己喂养自己的，技术发展进步会变得越来越快。技术发展进步是指数型增长的。”

雷·库兹韦尔给我解释了技术进步的摩尔定律。最初是摩尔发现计算机处理能力每两年就会翻1倍，而成本以同样的速度下降，每过两年下降一半。但是后来人们发现，摩尔定律不仅仅适用于电脑芯片，还可以应用到所有的信息技术上，最终可以扩大应用到我们生活的所有方面。

这意味着什么？有些东西不是线性增长或者代数模式增长（1、2、3、4、5、6……），而是指数型增长（1，2，4，8，16，32……），所以你会

看到增长速度变得越来越快。但是我们发现，这个概念难以理解，因为这不符合人类天生的思考方式。

“首先，指数型增长跟我们的直觉有很大的不同。”雷·库兹韦尔说，“我们对未来有一种直觉判断，像在我们大脑结构定型一样，我们会自动这么想。1000年前，当我们穿过非洲的草原，从眼角看到有一个动物冲着我们跑来了，我们可以做出线性预测，再过20秒，这些动物会来到什么地方，我们应该怎么应对，逃跑还是战斗。但是如果那个动物的速度是呈指数型增长的，一开始很慢很慢，逐步加速，然后突然之间一下子就到了另一个地方。”

彼得·戴曼迪斯用另一个比喻解释指数型增长：“如果我告诉你‘走线性30步’，你走30步一般就是30米远。但是如果我告诉你‘不是走线性30步，而是走指数型30步’，猜猜你能走多远呢？10亿米，你能猜得到吗？这相当于绕地球26圈。”

雷·库兹韦尔说，明白了指数型增长，就可以预测出增长的轨迹。他知道，什么时候科技进步会追上他的展望。他预测到了他的第一个盲人用口袋型阅读器和其他产品的投放日期。雷·库兹韦尔经常在我组织的论坛活动上发表演讲。最近一次他在演讲中告诉我们，他是如何准确地预测到人类基因计划全部完成的时间的，这可是我们这个时代一个不可思议的发现。

“在1990年人类基因计划刚刚开始的时候，我就预测人类基因计划会在15年内完成，因为我意识到这个进程将会是指数型的。”但是那些怀疑的人认为需要100年才能揭开复杂的人类基因密码。过了7年半，到了1997年，人类基因计划只完成了1%。雷·库兹韦尔说：“那些怀疑的人变得更有理由怀疑了，他们说‘我告诉过你，15年肯定不行。现在一半时间过去了，才完成了1%。这真是非常失败’。”但是雷·库兹韦尔指出：“这并不是失败，这完全是按照计划正常进行！”指数型增长一开始速度很慢，你会怀疑，这些小小的数字能行嘛，看起来好像什么增长也没发生一样。但是等你实现了1%，你离百分之百地完成只差7次翻倍了。人类基因计划在2003年成功完成，比预测的2005年提前2年。

那么，接下来还会有哪些重大的技术进步？我们前面讲了，如何用组织细胞让病人重新生长出自己的皮肤，没有痛苦，也没有疤痕，还有我们如何能够征服太阳能和风能，未来给我们提供丰富的能源。但是我们面临的其他巨大挑战是什么？

缺少淡水是地球上干旱地区疯狂增长的人口最关注的问题。现在全世界到处都缺水，从加利福尼亚州的洛杉矶到尼日利亚首都拉各斯，按照联合国的统计，全球每年有340万人死于水源性疾病。但是从澳大利亚到沙特阿

拉伯都在开发新的脱盐技术，把海水变成自来水。以色列有一家公司叫“水创”，研制出一种机器，能从空气中提取出来干净的水，使用2美分的电力，就能产生出1升水。在偏僻遥远的村庄，没有电力，可以使用新型水塔，运用自身的独特造型和自然材料，就可以抽出空气中的潮气，把潮气转化成饮用水。

令人震惊的发明家迪恩·卡门发明了赛格威平衡车，从此名扬天下。迪恩·卡门跟可口可乐公司合作为全世界提供干净的饮用水。用一台能效很高的机器（大小跟集体宿舍用的冰箱差不多）把脏水蒸发，然后变成又干净又安全的饮用水。这家公司给这台机器起名叫“弹弓”，人类像戴维一样小，问题像巨人歌利亚一样巨大，但是解决方案像戴维的弹弓一样，虽然很小却能让戴维战胜歌利亚。有了上面这些创新，不久之后，人类用水短缺的问题就会得到解决。

雷·库兹韦尔说，新的食品技术正在涌现出来，会克服人类在食物方面面临的两大挑战：可以耕种的土地太少，农业污染太严重。怎么解决呢？改用横向种植，而不是垂直种植。雷·库兹韦尔展望未来15年会是这样的：“我们种植植物不是像现在这样用竖直方法，而是在水平方向，而且我们可以不用屠宰动物就能有肉吃，就是试管内克隆肌肉细胞，在计算机化的工厂生产肉，所有这些生产，成本非常低，但营养价值很高，对环境也不会产生影响。”不用杀虫剂，也不会因氮肥施用太多而造成污染。没必要杀死动物来获得蛋白质。这听起来简直不可能，但是库兹韦尔说，这是真的，就快要实现了。

这些人类的基本需求得以满足之后，人类就有机会实现自己更多的抱负，特别是如果我们能战胜另外两大挑战——健康和衰老。雷·库兹韦尔相信我们也能够解决这两个挑战。这样的话，人类的自由就大多了，能够自我实现的地方就大多了。

年龄，是个思想的问题，而不是物质的问题，如果你根本不在意，年纪就根本不重要。

——马克·吐温

我们谈论的这些变化都是革命性的，但按照胡安·恩里奎斯的看法，科学技术进步带给未来健康医疗保护的变化比别的方面更让你震惊，生命其实就是信息技术。怎么会是这样？好了，我们都知道，我们的基因就是4种化学基质构成的序列，编码分别是A、C、T、G。还记得小学生的生物作业吗？换句话说，生命本身的构件可以用代码来表示，而这些代码是可以改变的，也可以创造出来新的代码。就像制造出来人工生命一样，这正是克雷格·文特尔这位人类基因研究先锋2010年就做到了的事。胡安·恩里奎斯

也是这个团队的成员。

最近在我组织的一次大型论坛上，我邀请胡安·恩里奎斯发表了演讲。我问他：“你和克雷格·文特尔是怎么想出来创造人工生命这个主意的？”

他呵呵一笑，说：“有一天，我们一大堆人在弗吉尼亚州一家酒吧里喝酒，喝了第四杯威士忌之后，有个家伙说：‘如果你能从一无所有利用编程设计出一个细胞，就像你从一无所有利用编程设计出一个计算机芯片一样，那会多酷啊？这样做需要什么？’”他停了一下然后说：“这只需要5年，投入3000万美元，就能设计出来。”首先他们从微生物里提取所要的基因，然后再植入一个新的基因代码，这个微生物就变成了一个完全不同的物种。与此同时，这是一个新的生命形式，有个网址就嵌在他的基因代码里。正如克雷格·文特尔宣布这项惊人的颠覆性创新时所说的：“这是我们这个星球上第一个自我复制的物种，它的爸妈是一台电脑。”

雷·库兹韦尔解释道：我们的记忆就像软件程序一样，可以改变，从而像控制开关一样开始或者结束人的行为。这意味着什么？在未来我们可以用细胞做一个小机器，对它们编程来制造其他东西，包括自我复制出更多和它们自己完全相同的东西。“这种软件可以制造出自己的硬件。不管我如何把一台ThinkPad电脑编程，第二天早上我也还是只有一台ThinkPad，但是如果我把一个细菌进行编程，第二天我就会有10亿个细菌。”胡安说。

这听起来很疯狂，好像科幻小说里才会有的东西，我只能一再提醒自己，这不是科幻小说。这种技术已经用来制造衣物。“你现在穿的适合的、有弹性的衣服，像安德玛这个牌子的运动服，是吧？”胡安说，“现在所有这样的衣物，都是用细菌制造出来的，而不是用石化产品制造出来的。”在日本，用细菌培养出来的合成丝绸比钢铁还要强韧。农场里饲养基因改变过的动物，已经用来作为医疗工厂。在新英格兰有这样一个牧场，那里的牛奶可能能够治疗癌症。

人的头脑能够感觉到并相信能做到，人就真的能做到。

——拿破仑·希尔

我告诉过你，这是一个全新的世界，你会踏上一个狂野之旅。纳米科技和3D打印技术的进步，意味着将来会有一些医疗设备像血细胞一样小，有一天可能会在你的身体内游走，来和帕金森病和阿尔茨海默病这样的疾病做斗争。纳米量级的计算机插入物将会替代那些疾病摧毁的生物神经细胞。使用微型耳蜗植入物，不但可以恢复人的听力，还可以提高人的听力，让人类能听到的频率像鲸鱼歌唱的频率一样广。按照雷·库兹韦尔的说法，现在有些工作已经完成了，能创造出基因强化血液红细胞，有一天能够携带

足够多的氧气，让潜水员吸一口气就能在水下持续待上40分钟，用在战场上就能挽救受伤严重的战士的生命。

现在科学家正在研究，使用3D打印机创造出量身定做的器官和其他身体部位，及时满足你的需要，从而消除危险又昂贵的捐赠器官移植。安东尼·阿塔拉医生是苏醒森林再生医药研究所的所长，他说："从理论上，任何体内生长的东西都能够在体外生产出来。"阿塔拉医生在实验室里创造出有完全功能的人造膀胱，并完成了移植。最近15年，从干细胞生长出来的人体组织，移植后没有一例受到身体排斥。阿塔拉医生和其他人正在努力培育更加复杂的器官，像心脏、肾、肝。也许将来某天，如果你得了心脏病，或者你的心脏瓣膜受到病毒损坏，你的医生可以为你定制一个一模一样的新的心脏瓣膜，或者可以用你的一些皮肤细胞，为你培养出一颗新的心脏。

如果你财力足够的话，有些奇迹般的治疗手段现在就能使用。有一种东西叫作"细胞外基质"（ECM），是用猪膀胱上的细胞做的，可用于受到伤害的人体组织上。这个母体能吸引我们自己的干细胞，再长出来肌肉、肌腱甚至骨头。现在已经用这种母体再生出手指了！这种非凡的物质现在已经存在，但是费用很高，还不是每个人都能用得起的。但是，很快就可以了。

再生医疗背后的概念非常简单：我们的身体知道如何再生出自己的各个组织器官，我们只需要知道如何启动这些就在我们体内的干细胞，使其开始生长就行了。我们知道，乳牙掉了没关系，会再长出一口新牙。但是你能想到手指也会再生吗？根据匹兹堡大学斯蒂芬·贝狄拉克博士的研究，一个新生婴儿如果失去一根手指，那么在原来的位置，过两年就会再生出一根同样的手指。随着年纪增长，人就失去了这种组织再生能力，所以问题就是我们怎么刺激出来这种再生能力。蝾螈能够重新长出尾巴，为什么人类不能重新长出四肢或脊髓？如果我们找到办法能够完全掌控干细胞的所有能力，那么它在医疗和整形美容的应用前景将会无限大。

雷·库兹韦尔说，如果我们想要以后充分利用这些医疗技术上的突破创新延长寿命，那么我们最好现在就要照顾好自己的身体。这个想法其实就是要让自己活得足够长，能够活到技术实现的那一天。如果你是2000年之后出生的"00后"，你应该会享受到这些创新医疗技术的好处。如果你是婴儿潮一代出生的人，现在已经50多岁了，你最好赶紧去买个椭圆机开始健身，还要开始合理饮食，好好爱护你的身体，让自己活到人体器官再生技术实现突破的那一天。雷·库兹韦尔甚至和一位保健医生合作写了一本书《超越：迈向生活永生的9个步骤》，告诉大家一些方法保持身体健康，利用医疗技术突破的力量，大大延长你的寿命。

雷·库兹韦尔最近的目标是，至少活到看到电脑变得比人脑更聪明的那一天。这一天很快就要到来了。

## 把人脑变成电脑

人类要花好几个小时才能吸收理解的东西，电脑只用几秒就可以做到。但是到2020年，按照雷·库兹韦尔的说法，一个1000美元就能买到的电脑，能力完全比得上人类的大脑。到2030年，一台电脑就能处理的知识相当于地球所有人类大脑掌握的知识总和。

到那个时候，我们就辨别不出人类智能和人工智能之间有什么差别了，雷·库兹韦尔说。但是我们没有什么好害怕的。为什么？因为那时的电脑就成了我们人体的一部分，让我们更聪明，更有力，更健康，更快乐。你觉得这种事情不可能发生吗？要是你的手机不在身边，你会有什么感觉？有点儿失落，是吧？这是因为科技还有依附于它的互联互通，已经成了我们生活的一部分。手机成了我们的“外置大脑”，因为手机成了我们的便携记忆中心，储存了我们太多的个人信息，导致我们根本离不开手机。未来20年，我们也许会从移动手机发展到可穿戴设备，再发展到可植入设备。

所以你可以想得更远一些。想象一下未来会是这样的世界——你根本不需要读书，你可以把本书的内容下载到你的大脑里。哈哈，我怀疑你希望这种技术现在就能成为现实，特别是你要阅读这么厚的一本书，要是能把它一下子下载到大脑里该有多好啊。你还可以想象这样一个未来的世界，你可以把你的思维、你的想法、你的个性，上传到云端，永久保存。到了这个时候，大概就是雷·库兹韦尔和其他伟大的思想家和未来学家相信的人和机器融合的时代了。这个史诗般的时刻被称为“奇点”，这可是让那些技术宅男狂喜的时刻。这种事情什么时候会发生？雷·库兹韦尔预测，奇点会在2045年左右到来。

那些知道“为什么”活着的人，遇到千难万险，都能承受。

——维克多·弗兰克尔

如果科技解决了我们资源短缺的问题，我们就会更加安全，更加自由，更加快乐吗？肯定是的。正是资源短缺激发出人类的生存本能，激活了人类爬虫脑的深层部分，它让你相信，这些东西要么是你的，要么是我的。这种不战即逃的机制，能帮助我们活下来，但是也会带来人类“文明”社会最坏的一面。我们现在拥有的大脑，有200多万年的进化历史。而大脑进化并没有那么大的提高，所以侵略和战争总是人类的挑战，但是资源短缺减少，引发暴力攻击的事件也就减少了。

统计数据表明，能得到更多的科学技术，会让人更快乐。世界价值调查表明，1981—2007年，调查覆盖的52个国家中，有45个国家幸福指数提高了。这是因为什么？你猜对了，就是数字革命。科技的浪潮向全世界扩散，这个报告称其为“从工业社会到知识社会的转型”。社会科学家如此解释这种幸福指数的增长：“经济发展，民主化，提升社会容忍度，这三个因素增加了人们感觉自己拥有自由选择的程度，相应地带来全世界范围内人们普遍感到幸福水平更高。”同样也是这个调查表明，拥有更多的钱并不能让人更快乐，有些最快乐的人反而生活在最贫穷的国家。生活在菲律宾的人就觉得自己比生活在美国的人更快乐。快乐更多地与价值相关，而不是和国内生产总值相关。

我们都知道，那些维持生存的劳动，剥夺了我们最宝贵的商品——时间。还记得我前面说过，不久之前，大多数美国人还都是农民，80%的时间花在种地上，不种地就没有饭吃；现在我们每天的时间，用来赚钱得到足够食物养活自己的时间只占7%。有了更多科学技术的帮助，我们就能有更多的自由时间，这意味着我们就有更多的机会学习、成长，与人沟通、给予，所有这些追求都让我们作为人类能够更加圆满地实现自己，成就自己，满足自己。

我们得到更多的自由时间，有利也有害。不利的那一面是：

人工智能和自动化设备将会承担越来越多由人来承担的任务。牛津大学的一项研究发现，现在美国劳动力市场上47%的工作，未来有机械化的危险。实质上牛津大学专家的意思是，现在所有的工作，有一半都将由机器人完成，也就是有一半人会失业！这意味着，我们整个社会必须重启，给每个人创造出有意义的工作，也就是说，我们每个人都必须学习掌握新的技能。这会是一个困难的转型，这一点毫无疑问，但这是必须完成的。

但是，如果将来工作本身都消失了，由电脑来完成所有的工作和大部分的思考，那么会发生什么样的情况？我们人类要做的就是，坐在自动驾驶的汽车上到处逛，每天等着无人机送来快递。没有压力就没有动力，没有挑战就没有进步，我们什么压力都没有，也就没有相应的推动力了，那可怎么办？这是一个很有趣的问题。

十多年前，我和雷·库兹韦尔讨论过这个问题，他给我讲了一个故事。那是他小时候看的电视剧《阴阳魔界》，这是一个很有趣的系列电视剧，每一集最后总是会有一个令人毛骨悚然的转折，其中一段情节是：有个人爱赌博，死了之后，又醒来了，看到一个友善的“向导”，穿了一身白色的制服，站在他的旁边。这个向导是个天使，更像一个男管家，带他来到一个豪华的赌场，这肯定是赌徒才会想象出来的天堂。他领着这个赌徒进入一个超级豪华的包间，这个赌徒打开橱柜，发现里面都是超级奢侈的西服套

装，还有超级高档的鞋子，这些衣服和鞋子穿上去都很合身，效果非常好。他的向导打开一个抽屉，里面装满钞票，比他以前看过的所有钞票加在一起还要多得多。于是这个赌徒穿戴打扮好，走到楼下，来到赌桌旁坐下，每个人都知道他的名字，每个人都对他微笑。许多比超级模特还要性感、还要迷人的漂亮女人围着他。帅气、多金、受人尊重、美女围绕，这是他的人生终极梦想，现在全都有了！开始赌吧！这个赌徒开始玩21点，第一把就拿到了21点。这简直太棒了！他一下子搂过来桌子上的筹码，心想：都是我赢的啦！第二次，又是21点。第三次，还是21点。连续十次，他都拿到了21点！这简直太棒了！这个赌徒又去玩骰子，还是赢赢赢！他赢了大量筹码。赢了这么多，当然得花了，随意点更多的酒、更多的牛排、更多的女人。想要的一切都有了。玩好、吃好、喝好后去睡觉了……我们都知道，他肯定不是一个人睡的，他这一夜过得非常开心。

以后的日子天天都是这么幸福快乐，想要什么就有什么。就这样过了一天又一天，几个月后，他又去玩21点，那个发牌的庄家说："21点。"

这个赌徒大叫："当然是21点。"

庄家说："21点，你赢了。"

"当然是我赢了！我总是赢赢赢！，我都烦死了！我每次都赢，不管什么时候都是我赢！"这个赌徒大声抱怨，看着那个给他当向导的白衣天使，他要求跟天使的首领对话。

天使的首领来了，这个赌徒开始长篇大论地大声指责抱怨："我都烦死了，我都要疯了！你知道这是怎么回事吗？肯定有什么地方出错了。我不是那么好的人，我肯定来错地方了。我根本不配住在天堂里。"

这个天使首领脸上的微笑突然凝固了，他说："你怎么知道你是在天堂？"

如果我们不费吹灰之力，就得到我们想要得到的所有东西，那么会发生什么情况？过了一阵子，我们就会觉得像是身处地狱一样难受，是不是？这样我们就会面临一个新的问题：生活在一个物质极大丰富的世界，我们到哪里能够找到活着的意义？所以，也许到了将来你的问题就不是短缺了。解决方案并不只是物质的极大丰富。正如彼得·戴曼迪斯所说的："物质上的极大丰富，不能提供给地球上的每一个人极其丰富的人生，而是提供给所有人拥有无限可能的人生。"

所以，在最后这几章，让我们来看一看，能给你人生永恒意义的核心是什么。有些东西能给你带来快乐，不管你是面对巨大的挑战，还是面对非同寻常的机会；有些东西能够成为你力量的源泉，不管是在经济困难时期，

还是在物质极大丰富时期。让我们揭开成就和意义的终极财富，让我们学会使用激情的财富。

# 第45章 激情的财富

只有在激情奋斗时，人才是伟大的。

——本杰明·迪斯雷利

我们一起走了很长的路，是不是？这是一段不可思议的冒险旅程，我非常尊重，非常感激你能够选择和我一起走过这段旅程。

现在，你穿过了那些金钱上的迷思，让它们不再阻挡你通向财务自由之路。你攀爬上财务自由这个财富高山的顶峰，靠的是成功的储蓄和投资，一路坚持，终于实现了你的财务梦想。你学会了新的方式，让你能够顺利而平滑地到达安全又有保障的未来。在那里，你工作只是因为你想要工作，而不是为了赚钱养活自己不得不去工作。

你遇到了一些杰出人物，他们在金融投资上的赚钱能力非凡出众，为人处世品格高尚，努力奉献社会也做得非常好，比如瑞·达利欧、保罗·都铎·琼斯、玛丽·卡拉汉·厄道斯、卡尔·伊坎、戴维·斯文森、约翰·博格、查尔斯·施瓦布，以及其他几十位卓越人士，这些人来帮助指导你走好自己通向财富自由之路。我希望，你阅读本书学到的简单7步投资法，在你的一生中，能够一次又一次地重新阅读、重新回顾、重新学习，让你能够保持对准你的目标，在正确的方向上前进。同时我也会在这部分的末尾，给你提供一个行动清单，帮助你追踪和保持你的前进步伐。将本书所讲作为一种方法来保证你能持续遵守那些基本的原则，以确保你获得财务自由。将来需要的话，重新拿这本书，重新回顾书中的内容，也许就是一种有用的方法，它能提醒你自己，你不是周围环境的创造物，你是自己人生的创造者。记住，知识不是力量，行动才是力量！每一周的每一天，执行都远远胜过知识。

对于我来说，这个旅程是过去几十年学道和传道的顶峰，本书纯粹是我出于爱而心甘情愿的工作成果。本书是我发自内心想要奉献给你的礼物，我希望你能够做得很好，好到你把这份礼物传递给其他人。因为人生最伟大的礼物，就是能够为了某种超越自己生命的东西而活：这份遗产在我们去世之后还会继续增长。

我们快要一起完成这趟旅程了，我希望确认，在我离开你之前提醒过你，我做所有这一切都是为了什么。

我非常荣幸，能够跟各界人士共同合作，包括政治、金融、娱乐、体育等领域的人，也包括宗教和信仰这些精神世界里的人。我曾经在中东开展项

目合作，在那里，我把年轻的以色列人和巴勒斯坦人聚到一起，在约旦河西岸组织了一个领导力训练营。一开始，他们彼此表示深切痛恨，但是不到一个星期，他们就成为很好的朋友了。（而且，此后他们在很多和平计划行动上互相支持。）

我从小接受的教导是，没有得到快乐满足的成功是终极的失败。

重要的是，要记住你真正追求的是什么。感觉到快乐、自由、安全和爱，不管你怎么称呼它，就是那种感觉。我们每个人都要找到一条路，通往快乐、满足、意义。路有很多，有些人寻找快乐是通过自然，有些人是通过人际关系。有些人认为，只有身体健康，拥有金钱、学历、优秀的孩子和伟大的商业成就才会让自己感到快乐。但是我们的灵魂深处都知道，真正的财富并不只是你的银行账户存款数字的大小、你拥有的资产规模大小，物质财富并不代表精神财富。

那么，最终的秘诀、富足人生的关键是什么？享受人生，分享人生！但是首先你必须采取行动。俗话说得好，如果你所学的东西只能导向知识，你就学成了傻瓜，如果你所学的东西能够导向行动，你就会变成富人。记住，只有行动才有回报。

所以，在你放下本书之前，复习一下最后的检查核对清单，确认你牢牢记住了通向财务自由之路的这简单的7步，而且你正在路上跟着所学内容前进，正在打造你想要拥有和值得拥有的人生。

检查核对好了，歇口气，放松一下，记住你的目标，所有这些都是为了什么。

财富是一种能力，让你完全体验生命。

——亨利·戴维·梭罗

我们都知道有很多种类的财富：情绪财富、关系财富、智力财富、物质财富，它们体现在能量、力量、活力上。当然我们还有精神财富：感觉到我们的生命有更深刻的意义，有超越我们自身的更高层次的召唤。人类容易犯下的最大错误是，当我们专注于某一种形式的财富时，总是以抛弃所有其他形式的财富为代价。

本书从来都不只讨论钱。本书真正讲的是创造一种非凡品质的生活，就是按照你自己的想法来生活。直到现在，我们一直像调整步枪瞄准镜一样重新校准，我们的目标是精通金钱的游戏，实现财务自由，因为这能对你人生的每一件事产生相当大的影响，从心理到健康，再到亲密关系。但是非

常重要的是，你要记住，如果你不能精通亲密关系的游戏、快乐满足的游戏、身体健康的游戏，你就根本不可能过上非凡品质的生活。

成为坟墓里面最富有的人，并不是一个好的人生目标。

我永远不会忘记带我的孩子去看太阳马戏团演出的场景。太阳马戏团来到我的老家加利福尼亚州德尔玛镇演出，那是近30年前的事了。我们很幸运，能够买到贵宾票，坐在第一排，紧挨着舞台，几乎一伸手就能碰到台上的演员。

演出马上就要开始了，我注意到身边还空着三个第一排正中间的好座位。我想："这三个人花大价钱买了这么好的座位，却错过了这么精彩的演出，真是可惜。"但是过了一两分钟，有个体形巨大的人，拄着拐杖，两个人搀扶着他，从楼梯上走了下来，他的体重至少有400斤，往下一坐，一个人就占了三个人的座位。他只是走了几步来到前排，就气喘吁吁，浑身出汗。哎，我真为这个人感到难过，也为我的女儿感到难过，因为他那肥胖的身体，从第三个座位里面挤出来，挤向我女儿的身体！我听到后面有人在小声嘀咕，说他是加拿大首富。我仔细一看，他确实是加拿大最有钱的大富翁。但是在那一刻，我禁不住想，他肯定活得很痛苦，都是因为他把太多的注意力放在赚钱上了，忽略了个人健康，有了巨大的金钱财富，却失去身体健康这种身体上的财富。他实际上正在自杀！由于他不能掌控生活中财富之外的其他方面，所以他不能享受他所拥有的东西，甚至舞台上简单而精彩的一场奇妙马戏表演，他也无法正常观看。

我们的内心感受到自身的宝藏，只有在那些时刻我们才可以说我们是活着的。

——桑顿·怀尔德

如果你的生活没有平衡，巨大的成就又有什么意义？如果你从来没有时间庆祝和欣赏你拥有的生活，赢得比赛又有什么意义？一个富有的人经常生气，经常不快乐，还有什么比这更糟的事情？真的没有任何借口，但是我看到这种现象经常发生。这是一种极端不平衡的生活造成的结果，一个人想得到的太多，却没有对自己已经得到的东西有足够多的欣赏。对我们已经拥有的东西没有感恩和欣赏，我们就永远无法体验到真正的满足。正如约翰·邓普顿爵士所说的："即使你有10亿美元，但是你并不感恩，你就永远是个穷人。即使你只有一点儿钱，但是你对你拥有的这一切充满感恩，那你实际上非常富有。"

如何培养感恩的心？一开始要看清楚控制你大脑和情绪的力量是什么。

我们的决策最终控制着我们的生活品质。这么多年来，我帮助许多人改变了自己的人生，我发现有三个关键的决策是我们生命中每时每刻都在做的。如果我们无意识地做出这三个决策，我们最终拥有的人生就会像大多数人一样身体胖得走形，激情不再，亲密关系变得无聊或者太过舒适，更别提财务紧张了。

但是如果你做出这些决策是有意识的，你就能在一瞬间改变你的生活！这三个决定你生活品质的决策是什么？

## 人生三大关键决策之一：你关注什么？

生命的每一个时刻，同时会有几百万件事情发生，我们都可以关注。我们关注的事情可以是现在的事物，也可以是未来我们想创造出来的，或者过去的事物。我们可以引导我们的专注力去解决一个巨大的挑战，或者欣赏此刻拥有的美好，或者因为过去那种令人失望的经历而为自己感到遗憾。如果我们没有有意识地引导我们的专注力，我们所处的环境就会不断地提出要求，吸引我们的注意。

有上千亿的资金花在广告上，想得到我们最宝贵的商品——关注。电视新闻为了得到你的关注，会告诉你最可怕的故事：“你的孩子喝果汁会死！快看11点新闻报道！”或者是其他荒谬可笑的说法。为什么？就像它们在媒体上说的“有流血就有高收视率”。如果这还不够，我们生活在一个社交媒体的世界，你口袋里的手机不断地嗡嗡作响，不停地在呼唤你：快看手机。注意，关键是你的注意力在哪里，你的能量就流向哪里，你的关注模式会塑造你的整个人生。

关注模式有很多，我们来看一看其中的两种，它们能够马上改变你感觉到的快乐、幸福、懊恼、愤怒、压力、满足水平。

第一个问题是，你倾向于更多关注的是你有了什么，还是你的人生少了什么。我可以肯定，你会想这就像一个硬币的两面，但是你要好好看一看你的习惯性想法，你倾向于把你大部分时间花费在什么上面。你更关注得到的东西，还是更关注没有得到的东西？

尽管我们之中那些处于极度困难的人，一生中也有很多东西值得好好欣赏。如果你正在财务上挣扎，也许你应该这样想，即使你每年收入只有3.4万美元，在美国只能算是中低水平，但是其实从全世界来看你也属于工资最高的前1/%，因为全世界所有人口的平均年收入只有1480美元，你的收入水平比全世界平均收入水平高出25倍以上，这样一想是不是心里好受多了？事实上，这个世界上接近一半人，总数超过30亿人，每天只能依靠不到2.5美元的收入维持生活，也就是说，年收入只是略高于900美元。

在星巴克喝一杯咖啡平均花费3.25美元。如果你能付得起，那么你购买一杯星巴克咖啡的钱，就超过这个地球上一半人一天必需的生活开支。

这样你能把事情看得更加清楚明白了，是不是？如果你想占领华尔街，因为你憎恨那些收入属于前1%的有钱人，你也许会停下来想一想，照你这样想，全世界其余99%的人也想占有你那“糟糕”的生活！




图45–1

但是非常严肃地说，与其关注我们并不拥有的东西，或者抱怨那些比我们更有钱的人，也许我们更应该知道，我们的生活已经有很多东西值得我们感恩了，而这些东西都与钱无关。好多地方值得感恩：我们有健康的身体、朋友、机会、头脑，我们能在路上开车前行却不用自己修这些路，可以读书却不用自己花费好几年来写这些书，可以上网却不用我们自己去创造如此庞大的互联网。

你倾向于把专注力放在什么地方，是关注你拥有的东西，还是关注你失去的东西？

欣赏你已经拥有的东西，这种模式可以创造出一种新的心理健康水平和财

富水平。我猜想，既然你正在读本书，那么你应该是一个注意到你拥有什么的人。但是真正的问题是：你是否拿出时间，从你的身体深处、内心深处、灵魂深处，深深地感到非常感恩？这才是你能够找到快乐和馈赠的地方。只是知识上的欣赏，或者再多得1美元、多赚1000万美元，都不能给你带来真正的快乐。

我们来看一看第二个会影响到你生活品质的关注模式：你倾向于关注你能控制的东西，还是你不能控制的东西？我知道，这个问题的答案是依具体情况而定的，你会在不同的时刻有不同的回答，但是我问你的是从总体来看，你更倾向于更多地关注你能控制的东西，还是你不能控制的东西。一定要诚实地回答。

如果你关注的是你不能控制的东西，毫无疑问你在生活中会压力更大。你可以管理你生活中的很多方面，但是你不能控制市场，控制那些你关心的人的健康，你也不能控制你孩子的态度，任何一个人和2~16岁的孩子一起生活过的人，都明白这一点。

你可以影响很多事情，但是你不能控制这些事情。我们越是感觉失去控制，越会感觉很受挫。事实上要衡量自尊，可以用我们的两种对比来衡量，对我们自己生活中的事件，我们感觉是我们控制这些事件，还是这些事件在控制我们？

现在，你一开始关注某件事情，你的大脑就要做出第二个决策……

## 人生三大关键决策之二：这有什么意义？

这有什么意义？最终，我们对人生的感受，和我们生活的事件没有任何关系，和我们的财务状况没有任何关系，和发生或者没有发生到我们身上的事情也没有任何关系。控制我们生活品质的，是我们赋予这些东西的意义。大多数时间我没有意识到，这些快速的关于有什么意义的决策，会对我们的人生产生什么影响，因为这些决策通常是我们在无意识状态下做出的。

某件事情的发生一下子打乱了你的生活，例如出车祸、健康出问题、失去工作等，你会倾向于认为这是个结束，还是个开始？如果有人和你作对，他是在“侮辱”你，“教导”你，还是真的“关心”你？这种“非常犀利”的问题意味着，上天是在惩罚你、折磨你，还是有可能这是上天赐给你的礼物？你给你的人生什么意义，你的人生就有什么意义。因为每种意义后面都是一种独特的感觉或者情绪，我们生活的情绪是什么样的，我们生活的品质就是什么样的。

意义并不只影响我们感觉的方式，还会影响我们的亲密关系，我们之间的互动。有些人认为，人际关系的前10年只是开始，过了10年才开始互相了解，这真的令人激动。这是个可以更加深入地了解对方的机会。有些人可能只用10天就建立了亲密关系，而他们一发生争吵就会觉得他们的关系断了。

如果你觉得，这是一段亲密关系的开始，你的行为表现会不会跟你感觉这是一段亲密关系的结束一模一样？感觉上的轻微改变，意义上的轻微改变，就可以在瞬间改变你的整个生活。一段亲密关系刚开始的时候，如果你全心全意地爱对方，全身心都受到对方的吸引，那你会为对方做些什么？答案是：什么事都行！如果对方让你倒垃圾，你会又蹦又跳地说："只要能让你高兴，亲爱的，我什么都愿意做！"但是过了7天，过了7年，过了17年，有人就会说："我是你的清洁工吗？"他们会开始困惑，他们生命中这段激情发生了什么问题。我经常跟那些出现感情问题的夫妻分享，如果你能像你们的亲密关系开始时一样做事，那么你们两个人的亲密关系就永远不会走向终结！关键是因为在亲密关系开始的时候，你是一个给予者，而不是一个斤斤计较自己付出了多少又得到了多少的人。你不会不停地掂量给予对方更多有没有意义。你关注的只是让那个人高兴和让那个人开心，只要对方快乐，就会让你感觉你的人生充满快乐。

我们来看看前两个决策：专注和意义，二者经常糅合在一起，创造出现代社会最大的痛苦——抑郁症。我敢肯定你会觉得很奇怪，怎么可能有那么多"富有"又很有名的人患抑郁症？你渴望的每一种资源他们都有。那些名人受到几百万名粉丝的热爱，有几千万美元甚至几亿美元的财富，怎么可能会结束自己的生命？我们一次又一次地看到这种事情发生，其中很多人都特别聪明、有才华，从商人到娱乐明星，再到喜剧演员，都有。这怎么可能？现在有这么多现代治疗方法和药物！

在我组织的大型讲座上，我总是问："你们中有多少人知道，有人在用抗抑郁药，而且用药之后还是抑郁？"在全世界很多地方，5000~10000人的讲座现场，我总是看到现场举起手的人占到85%~90%。这怎么可能？毕竟，你给了他们药，吃了药应该会让他们感觉好多了呀？

这些抗忧郁药，上面都会写着一句警告：可能会有产生自杀想法的不良反应。但是也许真正的挑战是，不管你给自己吃多少药，如果你的关注点保持在你的人生中自己不能控制或者失去的东西，那么你总是感觉自己处于绝望之中。如果你给这些事件赋予的意义是"人生不值得活下去"，你就等于是喝了能产生绝望情绪的鸡尾酒，没有什么抗抑郁药能持续克服这种情绪。

但是我可以告诉你，毋庸置疑，同一个人，如果找到一种新的人生意义，

即让自己活下去的理由，或者相信自己的人生是有意义的信念，那么他的内心就会变得非常强大，任何事情发生在他身上都不能击垮他。如果能随时关注谁需要你、谁爱着你、你还想给予这个世界什么，那么任何人都能改变。你会问：你怎么知道？因为在这38年里，我和很多人一起合作，共同努力，帮助他们走出人生困境。在这好几千人里，没有一个人自杀！祈求上天，保佑我好运，希望我永远不会碰到学员自杀这种事，尽管这种事谁都无法保证。但是如果你能让人们转移他们习惯性的关注点和意义，那么这个人的人生就会变得无限大。

改变关注点，改变意义，能在几分钟内就改变你的生理反应。学会掌握这一点，你会变成一个情绪游戏的改变者。除此之外，你怎么解释，伟大的临床医疗专家和思想家维克多·弗兰克尔和很多人在奥斯威辛集中营那些恐怖的日子里展示出的力量与美好？即使是在极端的痛苦之中，他们也找到了人生的意义。这是更高、更深层次的人生意义，它不但让他们自己活下去，而且将来还能拯救很多人的生命，他们靠的就是相信“这种事再也不会发生了”。我们都能找到意义，即使是在我们的痛苦中。也许，我们找到意义了，我们还是会感觉痛苦，但是那种受苦的感觉消失了。

所以要获得控制，一定要记住：意义就等于情绪，情绪就等于生命。有意识地做明智的选择。在任何事物上找到能赋予你力量的意义。让你感觉最深刻的财富，今天就是你的了。

## 人生三大关键决策之三：我要做什么？

一旦我们在大脑中创造出一种意义，这个意义就会创造出一种情绪，从而带来一种状态，我们会在这种状态中做出第三个决策：我要去做什么？我们采取的行动，在很大程度上是由我们所处的情绪状态塑造的。如果我们感到生气，这个时候我们的行为就会明显不同于我们感觉好玩的时候，也明显不同于我们感觉狂怒的时候。

如果你想塑造你的行为，最快的办法就是改变你的注意力所在，改变你赋予某件东西的意义，让你自己有更大的自主权。即使是两个人都处在生气发怒的状态，行为也会有很大区别。有些人生气发怒时会向后退，而有些人一生气发怒就会往前猛冲。不同的人表达怒气的方式也不同：有些人很安静；有些人较大声；有些人很强烈；有些人会压抑自己的愤怒，只是为了找一个消极对抗的机会重新占据上风，甚至实施报复；有些人发泄他们愤怒的办法是去健身房，在激烈的健身运动中把情绪发泄出去。

那么这些行为方式是从哪里来的？我们往往是模仿生活中那些我们尊敬、喜欢、热爱的人的行为方式。对那些让我们感到懊恼、让我们生气的人，我们经常排斥他们的行为方式，但是我们常常发现，我们也落得跟他们一

样，采取同一种行为方式，这是因为我们年轻的时候一次又一次地亲眼看到这些行为方式，我们非常不喜欢这些行为方式，结果越痛恨印象越深，而且次数多了，我们反而无意识学得最像。

一个非常有效的应对办法是，要变得有意识地觉察，当你懊恼、愤怒、悲伤、感觉孤单的时候，你的行为方式是什么。因为如果你意识不到，就根本没法改变。除此之外，既然你已经意识到了这三种人生关键决策的力量，你也许就会开始寻找自己的人生榜样，你想过的生活，你的榜样已经过上了。我敢向你保证，那些拥有充满激情的亲密关系的夫妻，相比于那些不断吵架甚至打架的夫妻，关注的事情肯定完全不同，对亲密关系中出现的困难也会赋予完全不同的意义。这并不是高深的科学。如果你开始意识到人们如何做出这三大决策有很大的不同，你就找到了一条路，能帮助你创造出永久性的积极改变，在你生活的任何一个领域都行。

18岁的时候，我下定决心，我的人生从此再也不会有糟糕的一天。我跳入深不见底的感恩之海中，我永远不会离开。

——帕奇·亚当博士

你能如何运用这三大关键决策来提升你的生活品质？结果表明我们关注什么，我们就容易生活在什么样的情绪状态里，我们做什么都是可以训练出来并养成习惯的，或者都是可以事先安排好的。毕竟你不希望那种积极的情绪只是一闪而过，而是想要训练自己生活在那种积极的情绪之中。这就像一个运动员锻炼某一块肌肉。你必须训练自己，才能得到你想要的那些非凡品质的满足、享受、快乐、成就，在你的个人生活、职业、感情三个生活领域中都是如此。你必须训练自己专注、感觉，找到最能够赋予你能量的意义。

这种实践操作根植于心理学上的一个概念“启动效应”，它的意思是，词语、想法、感觉体验歪曲了我们对这个世界的感觉，进而影响我们的情绪、动机、行动。

如果你发现，你的想法其实只是受到环境的触发，或者是在某些情况下受到懂得激发力量的人有意识地操纵才有的力量，那么你会怎么样？我来给你举个例子。

两个心理学家搞了一项研究，他们让一个陌生人递给实验参与者一杯咖啡，不是一杯热咖啡，就是一杯冰咖啡。接着他们让实验参与者读一篇文章，里面描述了一个假设出来的人物，然后让这些实验参与者描述这个人物的性格。结果令人震惊！那些拿到一杯热咖啡的人描述这个人物的性格是“热情的”“慷慨的”，而那些拿到一杯冰咖啡的人会描述这个人物的性格

是“冷淡的”“自私的”。

在华盛顿大学做的另外一项研究中，对有亚洲血统的女士进行一场数学测验。测验之前，他们让这些女士填一个简单的问卷。如果问卷让这些有亚洲血统的女士写上自己的种族，那么她们的数学测验成绩会提高20%。但是若让这些有亚洲血统的女士填上性别，就是写下来她们是女性这么一个简单的动作，就会明显地降低她们的数学测验分数。这就是文化方面的词语引发启动效应产生的巨大影响。这影响到我们的潜意识模式，缩小或者放大了我们的真实潜力。

我们可以用这种现象来开发一个简单的每日10分钟练习，启动我们的头脑和心灵来感恩，这种感恩的情绪能够消灭恐惧和愤怒。记住，如果你的情绪是感恩的，那么它就不会同时是愤怒的。你的情绪不可能既是恐惧的同时又是感恩的。这是绝对不可能的！

我每天早上至少要做10分钟的感恩练习。我停下来，闭上眼，用3分钟左右想想，我要感恩什么：我脸上的风，我生活中的爱，我得到的机会和福分。我并不只是关注大事，我不仅注意而且深深地感觉到，我非常感激这些能让人生富足的小事情。接下来的3分钟左右，我会祈求上天赐予健康和福气给那些我爱、我了解、我三生有幸接触到的人：我的家人、我的朋友、我的客户和我今天可能会遇到的陌生人。传递爱、祝福、感恩，祝愿所有的人都能富裕安康。这听起来可能有些老掉牙，但是生命的循环就是这样的。

我把余下来的3分钟左右的时间花在我称为“三生万物”的事情上面，即我想成就的三件事。我想象着，这三件事情完成后的情形，感受高兴、庆祝、感恩的感觉。启动效应是你送给自己的一份重要礼物，如果你连续这样做上10天，你就会上瘾，你会欲罢不能。

这个简单的练习很重要，因为很多人说他们心里是感恩的，但是他们并没有花时间去真心感恩。在生活中，很容易忘记我们已经拥有的那些美好和幸福！如果我们不能有意识地每天做些事情，把正确的种子种在我们的头脑里，那些“生命的野草”，即懊恼、愤怒、压力、孤单，就会悄悄地混进你的头脑中。你并没有故意播种野草，它们却会自动生长出来，我的第一个人生导师吉姆·罗恩教给我一个简单的原则：每一天都要站在你的心灵门口当好看门的保安，你自己要决定什么样的想法和信念可以进入你的生命。这些东西将会塑造的情绪感觉，决定你感觉到的是富有还是贫穷，是上天的诅咒还是上天的赐福。

最终，我们若想真正地活得快乐，我们就必须走出自己的狭小天地。

人类的大脑是一个神奇的东西，这是一个生存机制，所以大脑很容易关注哪些东西错了、哪些东西要避开、哪些东西应该小心。你也许已经进化了，但是你的大脑还是那个有200万年历史的结构，如果你想得到的是满足和快乐，这并不是大脑最优先的选择。你必须来控制你的大脑。要做到这一点，最快的办法，除了启动效应之外，就要迈入六大人类基本需要的最高层次需要，就是那两个让人类得以满足的精神需要——成长和奉献。

我相信我们都有成长的渴望，核心原因是我们这样做的时候就有东西去给予。这正是生命最有深刻意义的地方。“得到”也许会让你感觉良好那么一小会儿，但是得到什么东西也比不上给予的终极快乐：你知道，某个能深深地触动你的东西，是超越了你自己的存在。

每个人都能够成为伟大的人，因为每个人都能够服务他人。

——马丁·路德·金

如果这是真的，让我们感觉自己完完全全活着的事情是给予，那么可能这个理论的终极测试是，对于那些愿意为他们的信仰付出生命的人来说，生活是什么样子的。20世纪最伟大的英雄之一马丁·路德·金是民权运动领袖，最近他的大儿子马丁·路德·金三世来到斐济，参加我组织的“与命运相约”大型讲座活动，我正好借此机会和他分享他的父亲对我的启发有多大，因为马丁·路德·金活着的每一天都激情燃烧，他知道他活在这个世界上是为了什么，甚至当我还是个小孩子的时候，我一听他说的那句话就牢牢记住了：“一个人没有找到他死也愿意做的事情，就不配活着。”

真正的财富会在你的生命中释放出来，你会找到某种东西你非常在意，愿意为之付出所有，如果必要的话，就算付出生命，你也在所不惜。这个时候你就真正逃脱了你自己头脑的暴虐统治，你内心深处的恐惧，你自己感觉的限制。这是个大赌注，可以说是孤注一掷，我知道。但是我也知道我们大多数人愿意付出我们的生命，为了我们的孩子，为了我们的父母，为了我们的另一半。那些发现了掌控他们使命的人，会发现巨大的能量财富和意义财富，无人能比。

## 激情的财富

你可能听说过巴基斯坦女孩马拉拉·尤萨法扎伊的故事。塔利班恐怖分子用枪打穿了她的头，因为这个女孩竟然坚持女孩子有权去上学。一发子弹击穿了她的眼眶，在她头颅里来回反弹，差点儿夺去她的生命。神奇的是，这颗子弹并没有摧毁她的大脑。马拉拉受到这么恐怖的伤害还是活了下来，后来成为一个在国际上奔走的活动家，为女人争取平等权利。那个开枪射击马拉拉的男人还是自由的，没有受到任何惩罚，塔利班还是威胁要

杀死马拉拉。但是马拉拉公开反抗塔利班。16岁生日的前一天，马拉拉在联合国发表演讲，她说自己没有任何恐惧。“塔利班觉得子弹能让我们闭嘴，不敢说话，但是他们失败了。从这种沉默中爆发出来成千上万的声音。那些恐怖分子认为，他们开枪射击我的头，会改变我的目标，终止我的雄心，但是我的生活什么都没有改变，除了这一点：虚弱、恐惧、绝望死去了，力量、热情、勇气诞生了。

美国有线电视新闻网采访了马拉拉，主持人克里斯蒂安·阿曼普尔问这个女孩是否会对自己的人生感到恐惧害怕。马拉拉回答：“确实，他们能杀死我。但是他们能杀死马拉拉这个人，并不意味着他们也能杀死我的事业：我的教育事业、我的和平事业、我的人权事业、我的男女平等事业，即使我死了，这些还会永存……他们可以射杀我的身体，但他们不能射杀我的梦想。”

这个16岁的女孩，已经掌握了这三个人生关键决策，她关注的是人生中那些真正重要的事。她找到了一个使命，超越了她的自我，赋予她的生命崇高的意义。她的行动是毫无畏惧的。

我们也许不会像马拉拉那样，把生命置于命悬一线的境地，但是我们都可以选择活得毫无畏惧，充满激情，无限感恩。所以，让我们翻到下一章，结束我们打造的财富之旅，学习最后一课，也是最重要的一课——最终的秘密。

# 第46章 最终的秘密

我们靠我们得到的东西生存，我们靠我们给予的东西生活。

——温斯顿·丘吉尔

现在我们要一起迈向这次投资之旅的最后一步，我想请你仔细考虑一下：在这个世界上，最能让你激情燃烧的是什么事情？你最在乎的是什么东西？什么事情让你兴奋激动？留给后人什么遗产会让你两眼放光？今天做什么事会让你感到骄傲自豪？你采取什么样的行动，会给个人精神发信号，表明你的人生过得很好？如果你真的受到了启发，你愿意创造什么，或者给予什么？

所有这些问题都会带我们更加接近真正财富的最终秘密。但是这里有一笔交易，其中一部分关键因素也许看起来完全违背直觉。我们花了大量时间来谈论如何掌握金钱、储蓄、投资，打造达到关键数量的财富规模，从而能够最终创造出自由，提升你的生活品质，但是与此同时我们受到的教导是，钱不能买来幸福。正如一项研究想要证实，大多数人相信，如果他们的收入加倍，他们的幸福也会加倍。这是否符合事实？这项研究结果表明，事实上，人们的收入水平从每年2.5万美元提高到每年5.5万美元，收入提高1倍以上，而他们的幸福程度只增加了9%，不到10%。除此之外，关于这个主题有一项最广泛得到应用的研究，它告诉我们，如果你能得到一份稳定的中产阶级收入，在美国就是每年收入7.5万美元左右，之后挣再多的钱，对你个人的幸福水平也不会造成明显差别。

“那么，这又有什么意义？”你也许会问。

真相是，更多的研究证明，钱确实能让我们更加幸福。科学家研究表明，每天只要花上区区5美元，就能明显地提高你的幸福感。怎么会这样？关键不是你花多少钱，而是你决定如何来花这些钱。“每一天的消费选择释放出一系列的生活和情绪效应，这从唾液中能检测出来。”哈佛大学的伊丽莎白·邓恩和迈克尔·诺顿在2013年的著作《花钱带来的幸福感》中写道：“尽管有更多的金钱，能买来所有种类的奇妙物件，从更美味的食物到更安全的社区，但是金钱的真正力量并非来自数量大小，而是来自我们如何花这些钱。”

他们已经科学地证明了，你可以有很多不同的方式花你的钱，这样居然能显著提高你的幸福感。我不想在这里列举他们讲的那些更加幸福的花钱方式，希望你能好好地读他们的那本书。不过其中有三个最重要的花钱方

式，我在这里一定要说一下：

第一，投资于体验，例如旅游、学种新的技能、学些课程而不是获取更多的财物，实不如虚。

第二，为你自己买时间。“如果我们把那些我们最讨厌、最畏惧的劳动外包出去，从刷马桶到清洁水槽，金钱能够改变我们花费时间的方式，把我们解脱出来，去追求我们的激情。”

第三，投资于别人。你猜对了。把你的钱给出去，竟然能够让我们真的感到很快乐！

研究表明，你给予别人的越多，你自己就越快乐。你拥有的越多，你就能给予越多。这其实是一个良性循环。邓恩和诺顿用他们的科学研究表明，把钱花在别人身上比花在他们自己身上更让人满足。这种好处不仅会延伸到主观上让你感觉更幸福，还会延伸到客观上让你的身体更健康。

换句话说，给予能让你更幸福而且更健康。

按照两位作者的研究，这种现象在全世界都很普遍，不管什么地域文化，不管国家是否富有，不管人群收入高低，不管年纪大小，“从一个加拿大的大学生给妈妈买一条围巾，到一个乌干达的女人给朋友买能够救命的治疗疟疾的药”。而且数据表明，礼物的价格并不重要。

他们的研究中有一项是，作者给实验参与者每个人5美元或者20美元，让他们一天之内花完。作者告诉其中一半人给自己买些东西，告诉另一半人用这些钱去帮助别人。“到了晚上，那些受到指派把钱花给别人的人，在情绪上感觉这一天过得更加幸福快乐，幸福感明显高于那些受到指派把钱花到自己身上的人。”他们这样写道。

这两个作者的同事、心理学家劳拉·阿克宁是西蒙弗雷泽大学的教授，她做了另外一项研究，向实验参与者每人发放价值10美元的星巴克星礼卡。

●指导一些人单独进入星巴克，用星礼卡来给自己买东西。

●告诉一些人用星礼卡带别人去喝咖啡。

●告诉一些人把星礼卡送给别人，但是他们不准和那个人一起进入星巴克。

●告诉一些人带另外一个人和他们一起进入星巴克，但是只能用星礼卡给自己买咖啡喝，不能给和他们一起进来的那个人买咖啡喝。

这一天结束的时候，你认为哪些研究对象会说自己是最快乐的？如果你选择的是那个进入星巴克里面给别人买了一杯咖啡的人，你就选对了。按照作者的研究，能和自己帮助的人有沟通联系，“看到他们的慷慨行为产生的影响”，这样帮助别人的人是最快乐的。

我们从帮助别人这个行动上感受到的快乐，不但会更加强烈，而且会持续更久。我采访著名行为经济学研究专家丹·艾瑞里时，向他提出金钱和幸福这个话题，他告诉我：“如果你问别人‘什么会让你快乐，给自己买东西，还是给别人买东西’，他们会说‘当然是给自己买东西’。但是事实并非如此。研究表明，人们给自己买东西的时候，他们只能快乐几分钟，最多几个小时，但是如果他给别人买东西，即使买的是一份小小的礼物，这种给予的快乐至少会持续一整天，而且经常会持续好几天，甚至有时候持续好几个星期。

丹·艾瑞里也告诉我一个“美好心灵实验”，有一家公司的雇员每个人都得到3000美元的奖金，有的人把奖金花在自己身上，有的人接受劝导把钱捐出去了。猜一猜，谁更快乐？

“6个月之后，那些把钱捐出去的人说自己快乐的程度大大超过那些把钱留给自己的人。”丹·艾瑞里说，“我的意思是，我们应该好好地想想给予的意义是什么，对不对？给予这个事情非常了不起，能够把你和世界的其他人联系在一起，这是一个循环，你给予别人好处，你从中得到了好处。

你把钱给出去了，特别是你用钱为一个陌生人做了一件好事，相比于你给你所爱的人做了一件好事，这种幸福放大的程度是呈几何级的，成倍甚至数倍放大。花钱给你爱的人做好事相当于你现在的薪水，花钱给陌生人做好事，相当于你的薪水加了两三倍。

基于我个人的经验，我亲眼看到，当你给予的时候，很多令人惊奇的事情就会发生在你身上。当你超越了自己的生存，超越了你只顾追求自己成功的心态，达到一个新的精神境界，你活着远远不止为了自己，突然间，你的恐惧、你的懊恼、你的痛苦、你的不快乐会通通消失。我真的相信，当我们奉献出自己的时候，生命、神明、荣恩（不管你怎么称呼它，意思都一样）就开始介入，指引我们。记住，生命支持那些能支撑更多生命的生命。

我给你举一个例子，一个小男孩的人生怎么被重新点燃。在此之前，他在康涅狄格州牛顿镇，经受了恐怖的校园袭击，他的心灵和灵魂几乎完全被摧毁了，这个故事讲述的是，通过给予的行动，找到人生目标，得到灵魂上的启发，从痛苦中解脱。

## 超越痛苦的力量

杰特·刘易斯永远不会忘记2012年12月14日。那天早上，一个精神失常的人举着枪闯进桑迪胡克小学，开枪杀死了26个人，其中包括20个5～10岁的孩子，然后开枪自杀。就在他狂暴开枪射击的过程中，有一个时刻，杰特6岁的弟弟杰西注意到枪击者的枪卡住了，于是对班里同学大喊快跑，结果很多同学跑了出去，这个勇敢的小男孩那天早上挽救了很多人的生命，但不幸的是，他没有挽救自己的生命。枪击者掉转枪口，对着杰西，连开几枪，将其击毙。

想象一下，如果杰西是你的儿子或者你的兄弟，你会心碎成什么样子，你会受到多大的伤害。我有幸见到了13岁的杰特，还有他和杰西的妈妈斯嘉丽，那是在我飞到牛顿镇参加这个重大枪击事件一周年纪念仪式的时候，我想帮助这群幸存者应对这场毁灭性悲剧带给他们人生的持续影响。正如我所预料的那样，这些家庭中的很多人深受痛苦悲伤的折磨。但是我和杰特交谈的时候，我非常吃惊地了解到，他的痛苦和折磨只是在和一群非同寻常的卢旺达孤儿交流了一次之后，就彻底改变了。这些年轻的卢旺达男孩和女孩听说了杰特经受到的惨痛经历，伸出援手，希望能够和杰特网络视频通话，跨越半个地球，分享他们治愈巨大痛苦的感悟。

这些卢旺达孤儿都经受了历史上最大的悲剧之一。1994年，卢旺达发生种族大屠杀，导致多达100万名图西族人死亡，杀死这些人的凶手是他们的邻居胡图人，这场大屠杀持续了100天左右。这些幸存下来的孩子主动联系杰特，用网络电话视频交流。其中有一个叫香塔尔的女孩告诉杰特说，她为杰特失去他的弟弟感到非常难过，但是她想让杰特知道，能夺走你人生幸福和快乐的只有你自己，那个枪击者并没有那种能力。

香塔尔接着分享了她自己的亲身经历：她只有8岁的时候就经历了极其恐怖的一幕，一个胡图人用大砍刀砍死她的父母，接着那个凶手又转向她，用刀猛砍她的脖子，把她瘦小的身体，扔到一个巨大的集体埋葬墓地。身体埋到土里，伤口鲜血直流，惊恐万分，但是她心里充满了要活下去的愿望。香塔尔用她的双手，从那个埋得较浅的坟墓中刨出一个洞，爬了出来，跑到她们村庄上面的大山里，得以重获自由。她躲在黑幽幽的森林里，往下能看到她原来称之为家园的村庄，大火吞没了一座又一座房屋，空中回响着她熟悉又热爱的人的尖叫声。香塔尔靠吃草活了一个月，一直等到那场大屠杀停止下来。

你会想，一个孩子被迫见证了父母被人砍死，肯定会在情绪上受到惊吓，持续一生不能解脱。你会预料，这个8岁的女孩从此一生都会生活在愤怒和恐惧中。但是她没有，因为她掌握了能够塑造我们人生的三项重要决

策。

香塔尔告诉杰特：“我知道你现在不会相信，但是你马上就能治愈，过上快乐和美好的人生。只要你训练自己，每天都训练自己，要感恩，要宽恕，要有同情心。对你所拥有的东西要感恩，不要关注那些你并未拥有的东西。你必须宽恕枪击者和他的家庭，找到一种方式服务他人，这样你才能从痛苦中解脱出来，心灵重获自由。”杰特从电脑视频通话的屏幕上看到，香塔尔的脸庞充满着一种快乐，那种快乐远远超过杰特的想象，尽管杰特的人生同样非常悲惨，但是这个女孩描述的她经历的那些恐怖情景，远远比他能够想象的恐怖。这个女孩都能够从自己巨大的痛苦中解脱出来，我应该也能。现在是时候开始行动，寻求解脱了。

但是，他该怎么做？杰特心想，他必须找到一种方式来回报这个年轻的高尚的灵魂，是她从千里之外，主动联系他进行网络视频通话，在自己需要的时候，送来温暖和爱的。香塔尔找到了活下去的理由，找到了激情。找到了人生目标的她决定去保护，去爱，去扶养这场种族大屠杀中一些比她更小的孤儿。这成了香塔尔的人生使命，让她不再只关注自己，只关注自己失去亲人的痛苦，从而心灵从升华中得到解脱。

香塔尔这种服务他人的事迹深深触动了杰特，他开始执迷于给予他人、帮助他人、奉献他人的想法。杰特决定要帮助这位非凡的女孩创造更好的未来，这就是他的使命。杰特开始日夜工作筹集资金，想让香塔尔有足够的钱读完大学。过了几个月，这个13岁的男孩学会用网络视频电话联系香塔尔，骄傲地宣布他已经筹集了2100美元，足够送香塔尔去读一年的大学！香塔尔简直不敢相信，她太感动了。但是像很多年轻人一样，尤其是在第三世界国家，上大学对于她来说并不是一个很有实效的选择，特别是她已经开始创办自己的小企业——一家小小的商店。（你也许完全可以想象，有如此精神的女人，肯定会是一个非常成功的企业家！）于是为了继续发扬光大这种给予的精神，香塔尔把这份令人震惊的礼物转送给她最好的朋友贝蒂，贝蒂也是一个孤儿，上一次和香塔尔一起打电话鼓励杰特。

杰特这种爱的无私奉献，深深感动了我，我当场决定为贝蒂提供其余三年的学费，同时也大力支持香塔尔，为她提供资金建造一个全新的商店，也建造一个永久性居所，让她扶养的那些孤儿有足够的地方居住。

今天，我们正在一起努力工作，扩大、募集更多的资源，有7.5万个孩子在那场种族大屠杀中幸存下来，我们希望能够帮助更多这样的孤儿。[1]从杰特和香塔尔两个孩子身上，我们可以学到的经验是：人类可以克服我们自身的痛苦，只要我们选择看到生命的美好，找到办法给予和奉献自我。你给予别人帮助，上天就会给予你治愈痛苦创伤的礼物。关键是找到某个东西，能激发你愿意给予、愿意付出。这种使命感，正是生命的终极力

量。就在这个时候，你真正变得富有了，因为你从一种只是贪图享受的人生，转移到既快乐又有意义的人生。

## 给予就是治愈

当然，给予并不仅是给予金钱，也可以是给予你的时间、给予你的情绪、给予你的存在，陪伴你的孩子、陪伴你的家人、陪伴你的爱人、陪伴你的朋友、陪伴你的同事。我们的工作也是我们给予别人的礼物，不管这个礼物是一首歌、一首诗、一个跨国企业，还是医护人员、教师、咨询顾问，我们都有某些东西可以给予。事实上，仅次于爱，我们可以给予的最神圣的礼物就是我们的劳动。当个志愿者，义务劳动付出你的时间，给予别人只有你才能做到的细心关照，分享你的技能，也会给你很大的“回报”。

我的朋友阿里安娜·赫芬顿写了一本精彩的书《发展》，她在书中引用的研究展示给我们，给予的行动如何能实实在在地改善你的身体健康和心理健康。其中我特别喜欢的案例是，英国大学埃克塞特医学院2013年做的一项研究表明，志愿工作通常会降低人的抑郁水平，增加幸福感，使死亡率下降22%！她还写道：“志愿工作之后，至少会有一个星期的时间让你的幸福感提高，相当于你每年的工资从2万美元提高到7.5万美元带来的幸福感。”

那么，财富的最终秘密是什么？这就是任何形式的给予，都能给你增添更多的财富，远远高于得到为你增加财富的速度。我并不关注，我们作为个人而言是多么强大有力，不管你是一个企业大亨、政治领导人、金融巨头，还是娱乐巨星，过上一个圆满人生的秘密，并不只是把事做好，而且要多做好事。毕竟我们都知道这样的故事——那些超级富豪，有一天突然醒来，意识到：“生命并不只是我一个人的事。”

成为躺在坟墓里的最富有的人，这件事对于我来说并不重要。晚上上床能说我们今天做了一些很棒的事，这对于我来说才是很重要的。

——史蒂夫·乔布斯

在19世纪之前，大多数慈善活动都是由宗教组织举办的，直到后来钢铁巨头安德鲁·卡内基开始大做慈善活动，慈善事业才发生巨变。原来那些国王和贵族，还有最富有的家族，并没有兴趣回馈社会：对于大多数有钱人来说，他们只想紧紧攥住自己手里的钱，只留给自己，或者死后留给自己的继承人。很多企业界人士也有同样的想法。但是卡内基领导和他同时代其他“强盗企业大亨”，创造出了我们现在这样的慈善事业。

卡内基是一个严酷无情的企业家，但他制造出来的钢铁，用来修建铁路和

摩天大楼，改变了整个美国。卡内基先给社会增加价值，自己从中赚到了钱，这样整个社会得到了好处，他也从中得到了好处。后来卡内基成了他所在时代中最富有的人。卡内基随之就来到这样一个人生阶段：所有他想要得到的东西，他都得到了，而且比他想要得到的还要多得多。卡内基拥有的钱实在太多了，他开始认识到，钱本身并没有多大意义，除非他能够用这些钱来做一些超越他自己的事情。于是卡内基用前半生给自己赚钱，用后半生给别人花钱。卡内基写了一篇文章，描述自己的人生观、财富观的彻底转变，现在还非常值得阅读，这篇文章的题目是《财富的福音》，这篇文章后来被扩展成一本书。我的朋友、诺贝尔经济学奖获得者、耶鲁大学经济学教授罗伯特·席勒坚持要求他所有的学生都必须好好读这本书，因为他想让学生知道，资本主义也可以成为一股善的力量。卡内基的这篇文章改变了社会，影响了与他财富相当的富豪，甚至挑战了他最大的竞争对手，财富巨大到不可思议地步的约翰·洛克菲勒。受到这个凶猛竞争对手精神力量的感召，洛克菲勒开始把大量的金钱捐给美国一些优秀的慈善基金会。卡内基创造了一个新的人生衡量标准：这个标准衡量你个人的重要性，不是根据你拥有了什么，而是根据你给予了什么。卡内基的捐赠，让美国的图书馆数量增加了1倍，为社会发展提供了如此之多的智力资本，促进了我们的社会发展，只有后来出现的互联网才能媲美卡内基的巨大贡献。

我们的朋友查克·费尼成了“现代卡内基”，他把自己拥有的75亿美元的个人财富几乎全部捐出，只不过他选择沉默，绝口不提自己的捐赠，他的事直到最近才被披露出来。

我第一次见到查克·费尼的时候，他已经83岁了，进入了人生的最后阶段。他想说话时间长一点儿都很困难，但是他一出现在你面前，你就会产生一种言语无法描述的体验。他在你面前，你就能感觉到一种人生活得非常圆满的力量。你可以看到，从他眼中散发出来的快乐，从他脸上随时闪现的微笑，从他内心散发出来的友善。

查克·费尼在卡内基之后又影响了一代人。很多人说，特德·特纳是下一个重新点燃这种大规模慈善捐赠的人，他承诺要捐赠10亿美元给联合国。从那以后，比尔·盖茨和沃伦·巴菲特联合发起了给予誓言活动，激励世界上的富豪至少把一半的个人财富捐赠给慈善事业。按照最近的统计，超过120个亿万富翁已经签署了给予誓言，包括本书中我采访过的一些超级富豪，例如瑞·达利欧、布恩·皮肯斯、萨拉·布雷克里、卡尔·伊坎、保罗·都铎·琼斯。

布恩·皮肯斯告诉我，他的慈善捐赠有点儿过头了。他最近捐赠近5亿美元给母校俄克拉何马州立大学，这让他的捐赠总额超过了10亿美元。可是他最近的投资出现了一些亏损，让他的个人财富下降到只有9.51亿美元，自

己手里有的钱竟然没有捐的多，这成了一大奇闻。但是布恩·皮肯斯并不介意。毕竟，他才86岁。“不要担心，托尼。”他说，“我计划未来几年再赚两个10亿美元。”他根本没有损失吃亏的感觉，他从自己的给予行为中得到的快乐是无价的。

在现代社会，全世界最富有和最有影响力的人解决了世界上最大的问题。卡内基捐赠图书馆来解决教育问题，比尔·盖茨和梅琳达夫妇捐赠大量资金用于设立奖学金，并发放疫苗预防传染病。波诺的激情是豁免第三世界国家的债务。但是你一定先要成为一个亿万富翁或者一个摇滚歌星，然后才能解决世界上最大的问题吗？在现在这个互相联结的世界中，并不需要像这样先有钱或者先有名才能解决世界上的大难题。我们可以运用科技的力量一起工作，一起努力，我们每个人都做出自己的一点奉献，但是它们合在一起仍然能够产生巨大的影响力。

## 消除饥饿，消除疾病，消除奴役

我不能确定你的激情是什么，但是有个领域——我个人曾经有过类似的经历，能够深切地感受到那些人受的苦和受的罪，就是那些急需帮助的孩子和家庭。你甚至需要把冰块放在你的血管上，以免感受到那些孩子的痛苦让你过于激动。所以，我们花上一分钟来看看现在折磨孩子和他们家庭的三个最大的问题，我们可以采取三个能马上见效的具体步骤来发挥我们的影响力，改变这些家庭的现状。

第一个问题是饥饿。你认为，在美国这个世界上最富有的国家，还有谁会每天晚上上床睡觉的时候饿着肚子？根据美国人口统计局的调查，结果听起来令人震惊，事实上，美国5岁以下的孩子里，每4个孩子里面就有1个生活在贫困中，10个孩子里面就有接近1个生活在极端贫困之中。（贫困的定义是年收入低于11746美元，或者每天收入低于32美元，一个四口之家只能靠这些钱来维持生活。）

美国有5000万人，其中包括近1700万个孩子，生活在食物得不到保障的家庭里，或者按照纽约对抗饥饿联合会的乔尔·博格告诉莫耶斯公司的特丽萨·莱利的那样，有些孩子所在的家庭“没有足够的钱来定期购买他们需要的食物”，有些孩子生活的家庭“只能定量分配食物，吃了上顿没下顿，父母没有食物来喂养自己的孩子”。与此同时，美国国会决定每年削减87亿美元的补充营养协助计划福利，以前称之为食物券，相当于让50万个美国家庭每个月少了一个星期的饭钱。

我小时候就生活在这样食物短缺的家庭中。也正是因为有过这样的经历，我特别想在这个领域发挥影响力，做些实实在在的事情，给那些孩子的生活带来一些改变。我知道这不仅是统计数据，那些数字背后都是活生生的

人天天饿着肚子，他们非常痛苦。

我曾讲过，我的人生之所以发生改变，是因为我11岁时有个陌生人给我们家送来了一篮子食物。这件事能改变我的人生，并不只是因为我们收到了食物，还因为有个陌生人关心我们。这个简单的行动产生了指数型的影响，我一直在回报我得到的那份感恩节礼物，38年间，我给4200万人提供了食物。关键是我没有等到我有能力大规模处理这个巨大的饥饿问题，才开始行动。我并没有等到我变得很富有，才开始行动。我马上就着手解决这个饥饿问题，尽管当时我手里只有一点点钱，但是我能做多少是多少，关键是我马上行动起来了。

一开始，我的财力非常有限，只够给两个家庭提供食物，但是后来我受到了激励，我把目标提高了2倍——给4个家庭提供食物。第二年，我的目标提高到8个家庭，再过一年又提高到16个家庭，随着我的公司规模不断扩大，我的影响力也在增长，我捐助食物的目标也大幅度地提高，变成捐助食物给100万个家庭，后来提高到200万个家庭。就像投资收益按复利增长一样，我在给予上做的投资，得到的回报也是按复利增长，而且增长得更多。我很荣幸现在能够捐助5000万份餐食，有了你和其他人一起合作，能够提供超过1亿份餐食，能有这种荣幸，我内心的幸福感简直无法形容。过去我是一个接受别人捐赠食物的孩子，承蒙上天的恩赐，加上个人的努力，现在我很荣幸能够给别人提供食物，当初别人行善捐赠一篮子食物给我和家人，现在我能加倍行善给上亿人。

没有什么能比得上人类的灵魂激情燃烧的力量。一路上，别人的关怀触动了我，也有许多好书触动了我。是这些好书，把我从一个受到限制的世界，带入一个充满无限可能的人生，因为我在读书时仿佛进入了作者的大脑，看到他们如何改变了自己的人生。遵循这种传统，我去找了我的出版商西蒙–舒斯特公司的编辑，让他们知道，我不仅给身体提供食物，还给思想提供养分。

但是现在我想请你考虑一下，和我一起合作，用一种方式，可以在接下来的几年里继续做这些善事。这是一个很简单的策略，能够提供100万份餐食，不仅是今年，而是每一年，给那些需要食物的家庭。这并不需要你做出大额的捐赠。我提议的这个捐赠计划，给你提供能够改变生命和挽救生命的机会，只需要毫不费力地捐赠一些零钱即可。如何操作？跟我一起加入三大战役：消除饥饿，消除疾病，消除奴役。

## 用你的零钱来改变世界

我给你一个提议。我写本书的目标是，帮助你区别洞察力和技能，给你一个计划，能够真正赋予你能力，为你和你的家庭创造出长期持续的财务安

全、财务独立、财务自由。我执迷于找到给你的人生增加更多价值的方法，比你想象的还要多得多，只用一本书就能做到（尽管我必须承认这是一本很厚的书）。我希望本书能激发你超越短缺，实现成为一个富有的人的意愿。你成为富人的那一天，就是你开始内心充满快乐地给予的那一天，不管你在财务上有多少财富，你在精神上已经非常富有了，但是给予必须是发自内心的给予，并不是出于你必须去做才给予，也不是出于愧疚感才给予，更不是出于别人的要求去给予，而是出于给予能让你内心兴奋激动。

根据美国劳工部的统计数据，美国1.24亿个家庭中每年在娱乐上的平均花费有2604美元，那么美国人只是在娱乐上的花费总额就超过3200亿美元，想象一下，要是能从这3200亿美元里拿出一部分解决以前非常棘手的大问题，例如饥饿、贩卖人口、缺少清洁饮用水，结果会怎么样？在美国，只需要1美元，就能给那些饥饿的人提供10份餐食。想象一下，要每年提供1亿份餐食，那会帮助多少人！但这只需要花0.1亿美元，只相当于我们每年花费在娱乐上的3200亿美元的0.0034%，就是1%的1/3！这相当于1美元里拿出来3美分多一点儿！于是我跟一些商业界和市场营销界的杰出人士合作，其中包括社会资本家鲍勃·卡鲁索（全球排名前100的对冲基金的高桥资本管理公司的前任管理合伙人和首席运营官），还有我的好友、慈善家马克·贝尼奥夫（Salesforce.com网络公司创始人兼首席执行官），我们共同开发出一种技术，能让你轻松地、毫无痛苦地拿出这些零钱来挽救生命。

只用不到一分钟，你就可以上网选择参加消除计划，这样每次你在世界各地使用你的信用卡时，你的购物消费支付价格会自动取整到最接近的美元数字，那么这个不足1美元的零头就是你的小小捐赠，它会直接转到批准的有效慈善活动中，以后我们会向你汇报你的捐赠让那些受助者发生了巨大变化的故事。我来举个例子说明这是怎么运作的。例如，你在星巴克买了一杯咖啡，价格是3.75美元，那么如果你参加了这个捐赠计划，你刷卡支付的价格会自动取整为4美元，相当于你多付了0.25美元的零钱，它会按照设定好的路径捐赠给预先选择好的慈善机构。对于每个消费者来说，所有这些化零为整捐赠的零钱，一个月下来平均每个人不会超过20美元。你可以给你的这种化零为整的零钱捐赠设定一个每月捐赠总额的上限，但是我们建议你每个月捐赠的上限不要低于10美元。

你想知道你这样化零为整的零钱捐赠，会有多大的影响力吗？比如，你一个月捐赠零钱达到20美元：

- 你每月捐赠零钱达到20美元，可以为饥饿的美国人提供200份餐食（也就是说，一年下来你一共能够提供2400份餐食）。

●你每月捐赠零钱达到20美元，你可以提供一份清洁的、可持续的水源，能满足10个印度孩子每月的饮水需要，这样的话，每年你一个人就能够保护120个印度孩子避免患上饮用水污染所带来的疾病。

●你每月捐赠零钱达到20美元，就可以把这笔钱作为一笔首付款，用它来解救一个因走私交易而变成奴隶的柬埔寨年轻女孩，让她重获自由。

这是全世界孩子和家庭面临的三大难题。在美国，最主要的问题是饥饿。也正是因为这个原因，我们专注于消除饥饿，因此我们和消除美国饥饿组织一起合作，共同努力。

但是从全世界来看，孩子们面临的最大挑战是疾病。你知道吗？由于水污染引发的疾病，是人类的头号杀手，每年导致340万人死亡，这是世界卫生组织的官方统计数据。事实上，每隔20秒，就会有一个孩子死于水污染导致的疾病，水污染导致的疾病“杀”死的人数，比“二战”以来所有因武装冲突死亡的人数还要多。

这也正是消除计划的第二个承诺：消除水污染传播的疾病，提供清洁的饮用水给全世界尽可能多的孩子。有不同类型的组织机构，提供不同类型的可持续性解决方案。有些解决方案只要求每人2美元，就能提供给这些孩子和他们的家庭稳定可靠的清洁饮用水。

## 自由的代价是多少？

综观全书，我们一直在努力，以确保你能获得财务上的自由。那么只投资相当于你每月支出的一小部分，来帮助一个孩子重获人身自由，你觉得值不值？每年都有840万个孩子被拐卖成为奴隶。2008年，美国广播公司的新闻记者丹·哈里斯暗访，描述了需要多长时间和多少钱就可以买一个小孩当奴隶。这个记者离开纽约，经过10个小时到达海地，讨价还价一番，只花150美元就买到一个小孩当奴隶。这个记者说，在这个现代世界，买个小孩当奴隶，比买一个苹果音乐播放器还要便宜。

你肯定无法想象，这种事要是发生在我们自己的孩子身上，或者发生在我们喜爱的任何一个孩子身上会怎样。但是你要努力想象一下，你的捐赠行动，让一个孩子的人身重获自由，让受到多年奴役的灵魂重获自由，会是什么样的。你的善行，能给那个当奴隶的孩子带来多大恩赐，根本没有语言能够形容。而且，你知道，即使在你睡觉的时候，你的捐赠也在帮助那些每天正在努力赢得这场战争的人。

那么，我们应该如何处理这些巨大的挑战？我们每个人都要一起努力，一次解决一点点，一次改善一点点。今年你和我，还有我的一些朋友，会努

力给1亿人提供餐食。但是要是能用一种可持续的方式，每年都给1亿人提供餐食，是不是有点儿太不可思议了？我每天给10万个印度人提供清洁的饮用水，这是我很有激情、非常热爱的慈善事业之一。要是我们一起努力每天能给300万人提供清洁的饮用水，而且捐助人数继续增长，是不是一件很令人震惊的事？或者我们一起努力解救出5000个受到奴役的孩子，支持他们接受教育，让他们找到途径重新开始健康的生活，怎么样？

这就是我们只要有10万人参加消除计划，合在一起的力量就能够做到的事。就像我建立了一个个人基金会以后，这个使命就呈几何级增长，如果再过10年或者更长一段时间，我们就可以找到一种方法，把参加消除计划的人数增加到100万人，那么我们就能够每年提供10亿份餐食，给3000万人提供清洁饮用水，把5万个孩子从被奴役中解救出来。这些数字都大得惊人，但是生命无价，即使只能够挽救一个孩子的生命，那也值得我们做所有这些努力。

那么你的愿景是什么？大多数人过高地估计他们一年之内能做成什么事，而经常过低地估计他们10年或者20年能做成什么事。

我可以告诉你，当我开始执行我的个人使命，给两个饥饿家庭提供食物时，我很激动。后来我的目标变成给100个家庭提供食物，后来这个目标提高到1000个家庭，再后来提高到10万个家庭，再后来提高到100万个家庭。我们自己做得越大，我们看到自己有可能做到的潜力也越大。这取决于我们自己。和我一起努力吧，拿出来你的一点儿零钱，我们一起改变这个世界，消除饥饿，消除疾病，消除奴役，让世界上更多的孩子生活得更美好。

我发现，给予能带来很多好处，最大的好处是解放了给予者的灵魂。

——玛雅·安吉罗

不管你有没有参加消除计划或者其他慈善活动，做出一个决定，从你赚的钱里面拿出来小小的一部分，或者拿出来一小部分时间，有意识地选择投资到某件事上，这件事并不会让你个人直接受益，而是帮助某些急需帮助的陌生人。这个决定不涉及对错，而关系到你真正的财富，让你真正地感到更有活力，内心真正地感到满足。

在《花钱带来的幸福感》这本书里，邓恩和诺顿写道："给予别人，给予和你无关的陌生人，在做对了的时候，你感觉像是一个选择，把我们和他人联系在一起，此时就产生了一种影响，即使是小礼物也能够增加幸福感，这有可能引发多米诺效应，激起一连串的慷慨捐赠行为。"

做这种“有利于社会的消费支出”（比如送别人礼物，捐赠做慈善活动），影响力很大，这触动了丹·艾瑞里和他妻子两个人，他们决定付诸实践，制定一个简单的花钱制度，让他们夫妇两人和两个孩子作为一个家庭能够一起坚持把慈善活动做下去。孩子们得到零花钱，必须把钱分成三份，分别放在三个罐子里。

第一个罐子里的钱，花给自己。

第二个罐子里的钱，花给他们认识的某人。

第三个罐子里的钱，花给他们不认识的人。

请注意，这三个罐子有两个罐子里的钱都是花在别人身上的，都是有利于社会支出的，因为这样花钱能让孩子感到快乐。把所有钱分到三个罐子，分别花到自己、熟人、陌生人身上，这些钱都是应该花的，但是丹·艾瑞里非常细心，把钱分成相等的三份，花到他们所不认识的人身上的那一份，和花到自己身上以及花到朋友和家人身上的钱是相同的。花钱送给朋友和家人礼物当然会感觉很好，因为这是给予你所爱的人的礼物，但是用第三个罐子里的钱来做慈善，把钱花到陌生人身上，可能是最让人感到满足的，也是最重要的给予方式。

有些人尽管自己的日子过得有些困难，再给予别人很不容易，但是还是想方设法地给予别人，他会有非常大的善报。给予别人，多做善事，会对我们的大脑产生启动效应。这样做会训练我们，让我们逐步养成习惯，知道并不是做到现在这样就够了，我们还能做得更好。只要我们的大脑相信了，我们就能做到，我们就能体验到。

约翰·邓普顿爵士并不只是世界上最伟大的投资人，也是世界上最伟大的人，在大约30年前，他跟我分享了一些事：他说在他这辈子认识的人里面，有些人能坚持从自己的收入里拿出8%～10%捐赠给宗教机构或者慈善机构，凡是这样每年捐赠1/10的收入而且连续坚持10年的人，据他所知，没有一个人不是财富大幅度增长的。但是问题就在这里，每个人都会说“等我日子过得好些了，我会给予的”。我过去有段时间也是这样想的。但是现在有一点我可以做证：不管你现在日子过得怎么样，都应该马上开始给予。你应该马上开始培养这种给予的习惯，即使你觉得现在还没有准备好，即使你觉得根本没有多少剩余的钱去给予。为什么？因为正如我在本书第1章里跟你说过的那样，如果你有1美元的时候没有给予别人10美分，那么你有1000万美元的时候，你就不会给予别人100万美元。

你如何扩大你给予别人的遗产？你如何给予别人你的时间和能量？你愿意拿出你个人收入的1/10捐赠给慈善事业吗？你愿意拿出一分钟上网签约消

除计划，把你的零钱变成投资改变那些孩子的人生吗？如果你受到激励，请你现在就这样做，你就联结上了你能拥有的影响力。记住：从你的给予中受益最多的人很有可能是你自己。一个慈善家的人生，也是从简单的一小步开始的。让我们一起迈出这小小的一步吧。

我不去想所有的悲惨，而去想还剩下来的那些美好。

——安妮·弗兰克

顺便说一下，我并非一开始就充分意识到感恩和给予的意义。我过去也是一直过得紧巴巴的，缺这又缺那。回头看，我的人生并不是一直过得一帆风顺，但是我的人生总是得到上天的赐福，可是那时候我并没有意识到。因为在我长大的过程中，从钱上来讲一直是很贫穷的，我一直努力工作，以确认我能够获得最高水平的成就，但是我并没有认识到成就是一阵阵爆发而来的，不可能时时都处于最高水平。

要花很长时间才能真正学会一样东西，而且还要花很长时间才能达到精通，到了这个水平，这样东西在你脑子里就变得根深蒂固，成了你人生的一部分。所以我刚刚开始时，遭受到一系列的挫折。我如何应对这些挫折？我得实话实说，当时我可没有那种开悟之后的智者为人处世的优雅！我一直很生气，很懊恼，简直气坏了！没有一件事顺心如意。我的钱快要花光了！

有一天午夜，我开着车行驶在57号高速公路上，接近坦普尔大街出口匝道，快到加利福尼亚州的波莫纳市了，我心里一直在嘀咕：“我什么地方做错了？我工作这么努力，我到底缺少什么？为什么我失败得这么惨，无法得到我想要得到的东西？为什么我这么努力却不行？”突然之间，我两行热泪直流，我把车停到路边，翻出来我每天随身携带的日记本，借着仪表盘的灯光，开始狂乱地书写。我用大字在整整一页上写下这句话给我自己看：“生活的秘密是给予。”

是的！我意识到我忘了生活究竟是为了什么。我忘了正是在这里才能找到所有的幸福快乐，因为生活不仅是为了我自己，生活是为了我们。

我开车回到高速公路上，我受到了激励，重新开始聚焦，重新意识到我的使命，这让我再次激情燃烧。我开始有一阵子做得挺好，但是不幸的是，那天晚上我所写的东西只是一个概念而已，其实这只是表面上的领悟，还完全没有体现在我的具体行动上。接下来，我开始碰到更多的困难和挑战，6个月之后，我的钱全部亏光了。不久之后，我发现自己正处在人生的最低谷，一个人住在一个只有37平方米的单身公寓里面，就在加利福尼亚州的威尼斯市，我内心充满怨恨。其实只要你追求的是相当大的目标，

你就会遇到这些困难和挑战，这是自然而然的事，我却为此指责所有的人，没办法，当时我陷入这种误区出不来了。我断定我被那些人利用了，他们就是想占我的便宜。“如果不是因为他们，我肯定现在发展得很好！”我对自己说。于是我到处抱怨求安慰。我变得越来越愤怒，越来越懊恼，于是我就变得越来越低产出、低效率。

心情郁闷，我就开始胡吃海喝，这是我逃避现实的方式，吃的喝的都是那些很糟糕、很可笑、根本没有营养价值的快餐。才过了几个月，我的体重就增加了37斤多。这可不容易，你得吃好几千斤的食物，而且不能运动太多，才能这么快就长出这么多肥肉！我发现，自己现在做的事都是以前我嘲笑别人做的事——我不是在吃东西，就是在看电视连续剧。

回过头去看一看，当时的我堕落得是多么厉害，很可笑，当然也有点儿丢人。最后我只剩下19美元，还有几个硬币，我一点儿希望也没有了。当时我对一个朋友特别生气，我混得好的时候，他找我借了1200美元，却一直没有还钱给我。现在我手头很紧去向他要这笔钱，结果他根本不理我。我打电话给他，他竟然不接！我很生气，我心里慌张地想：“我的天哪，我该怎么办？我连吃饭的钱都没有了！”

不过我这个人一直是很务实的。我想：“好了，当初我17岁，无家可归，那时的我比现在惨多了，我是怎么熬过来的？”那时我去找了一家专门做自助餐的餐厅，你想吃多少就可以吃多少，只要花一点点钱就可以了。这让我有了一个好主意。

我住的公寓不远处有个美丽的海湾，叫玛丽安德尔湾，洛杉矶那些有钱人都把他们的游艇停靠在那里。那里有家餐厅叫作小公牛餐厅，自助餐非常丰盛，一顿只要6美元。我可不想把任何一分钱浪费在汽油上或者停车费上，于是我不开车，走了5公里路来到餐厅。这个餐厅正对着海湾，风景很美，我找了靠窗的位置坐下来，装了一盘又一盘的食物，猛吃猛喝，就像我活不到第二天了一样，也许可能真的会这样。

我吃饭的时候，看着那些游艇在海湾里来来往往，梦想着那种有钱人开游艇的日子会是什么样子。我的心态开始变了，我可以感到一层一层的愤怒被化解掉了。我快吃完的时候，忽然注意到餐厅外面有个小男孩走过来，穿着一套小西服，看上去只有七八岁，紧跑几步上前推开门，让他年轻的妈妈先进去。然后非常骄傲地领着妈妈来到他们的桌子前，帮妈妈把椅子拉出来，请妈妈坐好。他表现得特别有绅士风度。这个小家伙看起来非常纯真，非常善良。他是一个完完全全的给予者，他对待自己的妈妈的方式那么尊敬、那么热爱，你一下子就能看出来。他深深地打动了我。

我买了单，走到他们的桌子旁，我对那个男孩说：“打扰一下，我觉得你

是一位非常优雅的绅士，我很想认识你。看到你能这么绅士地对待这位女士，我非常震惊。”

“她是我的妈妈，我当然要好好对待她了。”小男孩很自然地说。

“哦，我的天哪。”我说，“这就更酷了，你能请你妈妈吃午餐，你太厉害了！”

小男孩定了定睛，用平静的语气说：“哦，其实不是我请妈妈吃饭，因为我只有8岁，我还没有工作呢，无法赚钱请妈妈吃饭。”

“不，你可以请你妈妈吃午餐。”我说。就在那一刻，我把手伸进钱包，拿出我所有剩下来的钱，大概加在一起有13美元，还有一些硬币，我把这些钱全都放到桌子上。

小男孩抬起头来看着我，他说：“这钱我不能要。”

“你当然能要了。”我对小男孩说。

“为什么？”

我看着他的脸，给他一个大大的微笑，我说：“因为我比你年纪大呀。”

他两眼直盯着我，惊呆了，然后开始咯咯地笑。我只是转过身去，走出了餐厅。

我其实不是走出餐厅那扇门，我简直是一路飞奔回家里！我肯定是完全疯掉了，因为当时我名下一分钱都没有了，但是相反我感到完全自由、完全解脱了。

就是在那一天，我的人生永远改变了。

就是在那一刻，我成了一个富有的人。

我内心有某种东西最终超越了短缺的感觉，我从那些大家称为钱的东西里面解脱出来。我能把每一件东西都给予别人，内心没有一丝恐惧。有某种东西超越了我的思考，在我的精神深处，我知道我得到了上天的指引。碰到这个时刻，我们大家都知道。这个时刻是命中注定的，就像你命中注定现在会读到本书的这些文字。

我认识到，我一直都忙着努力得到，但是我忘了给予。不过现在我重新找到了自我，我重新找到了我的灵魂。

我扔掉了我的那些借口，不再指责别人，突然我一点儿也不生气了，我也不感到懊恼了。你也许会说，我简直太傻了！因为我根本不知道明天的早餐在哪里，明天的晚餐在哪里。但是我心里根本想都不会想这种事。相反，我内心感到无比快乐，让我从噩梦中解脱出来——别人做了那么多让我觉得我的人生注定失败的噩梦。

那天晚上，我下定决心实施一个重大行动计划。我设计得清清楚楚，我要去干什么，如何让自己重新找到工作。我觉得我肯定能实现计划，但是我并不知道我什么时候能拿到第一笔工资，甚至比这更加紧急的是，我下一顿饭钱在哪里？

奇迹发生了。第二天早上，有一封老式的传统信件送到我楼下的信箱里。那是我的一个朋友手写的信件，他在信里说他非常抱歉，一直回避不接我的电话。过去他需要我的时候，我都会出手相助。他知道，我现在肯定是遇到麻烦了。所以他把向我借的那1200美元都还给我，还加上了一点儿钱作为利息。

信封里有一张支票，价值1300美元。这么多钱，足够我花上一个多月了！我哭了，一下子如释重负。然后我想：“这意味着什么？”

我不知道，这是不是巧合，但是我宁愿相信这两件事是有联系的，我得到了这么大的回报，不仅是因为我过去给予过朋友资助，也因为我发自内心地愿意给予。不是出于义务，也不是因为恐惧害怕，只是一种发自内心地想要给予那个小男孩一份礼物，我觉得我遇到了一个年轻而高贵的灵魂。

我可以诚实地告诉你，我的一生有过很多非常难熬的日子，既有经济上的磨难，也有情绪上的磨难，我们都曾有过这样难熬的日子，但是我再也没有感受过那种短缺的感觉，我以后也再不会有了。

本书的终极信息非常简单，就是我把车停在高速公路边上写在日记上的那一句话：财富的终极秘密是给予。

自由地给予，坦诚地给予，轻松地给予，享受地给予。甚至是在你觉得你没有任何东西可以给予的时候，也给予。你会发现，有一个像大海一样丰富的宝藏，就在你的心里，就在你的周围。生活总是会为你发生，而不是发生在你头上。欣赏上天赐予你的那份礼物吧，你富有了，从现在直到永远。

理解了这个真理，把我带回生命之源：上天造出我这个人是为了什么？上天选出我们所有人是为了什么？只有一个目的，成为一股行善的力量。明白这个真理，把我带回人生的最深刻意义，我一直不停地努力实现我的祈

祷：所有我遇到的人，所有我有幸建立联系的人，每一天我都要成为上天赐给他们的福气。

尽管我可能没有跟你见过面，但我写本书也出于相同的想为你带来福气的状态，我在问，我在祈祷，每一章、每一页、每一个概念都能更好地帮助你更加深入地体验你是谁，更加深入地体验你这一生能够创造什么，能够给予什么。

我发自内心的愿望也是本书的目的，就是给你一种方法，提高和深化你的生活品质，以及所有那些你有福气去爱、去感动的人的生活品质。在这里，我能够为你提供服务，我感到非常荣幸。

我期待有一天能与你面对面地交流，也许是我在世界各地组织的某一场讲座活动上，或者只是跟你在街头偶然相遇。我会非常激动地听你讲，你是如何用这些原则让你的生活更幸福、更快乐的。

好了，我们就要分别了，我要深深地祝福你，祝愿你的生活永远富裕安康。祝愿你的人生充满快乐，充满激情，充满挑战，充满机会，充满成长，充满给予。我祝愿你的人生成就非凡。

我永远爱你，永远祝福你！

托尼·罗宾斯

充分感受生活，就在此时此地。用心体验每一件事，照顾好你自己和你的朋友。找点儿乐趣，要疯狂，要怪异。走出去，把事情搞砸！反正你肯定会出错的，所以你最好享受整个过程，不要太在意结果。抓住机会从错误中学习，找到问题所在，然后解决。不要想完美，只要成为一个优秀的个体就够了。

托尼·罗宾斯

---

[1]我们训练心理学家和职业教练，让他们学会实际操作技巧的和心理技巧，在这些危机发生的时候，能够参与其中，发挥作用。如果你的条件符合要求，又愿意在危机期间参加志愿工作，请联系安东尼·罗宾斯基金会（www.anthonyrobbinsfoundation.org）。

# 附录 简单7步通向财务自由：成功检查清单

这里给你准备了一份快速检查清单，你可以随时使用，看看你现在进展到哪一步了，接下来还需要做些什么，这份清单能让你一路前行到达财务自由。看看这简单7步，确定你不仅搞明白了，而且把它们付诸行动。

第1步：欢迎来到丛林：旅程从这一步开始

1.要成为一个投资者，而不只是一个消费者，你下定决心了吗？

2.要承诺将一个具体比例的收入储蓄起来，这些钱放入你的自由基金不得取出，你承诺了吗？

3.你拿出一部分收入储蓄起来是自动的吗？如果不是，马上利用软件将它设定为全自动。

4.如果你现在承诺储蓄的金额很小，你开始“明天存更多”计划了吗？详见http://befi.allianzgi.com/len/befi tv/pages/save.more.tomorrow.aspx.

第2步：成为内行：加入之前先了解游戏规则

1.知道九大投资理财迷思吗？你现在走出这9大迷思保护好自己不再上当受骗了吗？下面是一个小测验。

（1）任何一个10年，公募基金战胜市场的比例（或者跑赢它们业绩基准的比例）有多大？

（2）基金费率重要吗？公募基金的平均费率是多少？

（3）你支付的基金费率是1%，与费率3%相比，会让你最终投资收益率的差别有多大？

（4）你像买车之前先试驾一样测试过你的理财经纪人吗？你有没有到网上看过，你现在的投资成本有多高，你现在的投资风险有多大，你现在的投资策略在过去15年里的业绩，和其他的简单、低成本的投资指数基金策略的业绩相比，是更高还是更低呢？

（5）一个是基金公司打的广告上面宣传的投资收益率，另一个是你实际上赚到的投资收益率，你知道二者之间的差别吗？

（6）你知道经纪人和受托人的区别吗？

（7）目标到期日基金是你的最佳投资选择吗？

（8）如何让你的401（k）账户缴费最大化，你应该选择使用罗斯401（k）账户吗？

（9）你必须承受巨大的风险追求巨大的收益吗？有哪些工具能让你得到市场上行收益，却不用承担市场下行亏损？

（10）你能辨认出来限制你的故事或者情绪吗？它们过去曾经阻碍或者蓄意破坏你，你打破过它们在你生活中对你的控制模式了吗？

2.现在你有受托人代表你或者指导你投资理财吗？如果没有，上网去找一个。

3.你拥有一家公司，或者你是一个公司的雇员，你是否花30秒去检查比较了一下，你们公司的401（k）的费用与市场上的其他计划相比是高还是低呢？

4.如果你是一个企业老板，你们公司的401（k）必须以其他可比计划为基准，费率保持一致，才符合法律法规要求，请问你的公司合规吗？美国劳工部报告说，他们审查的401（k）计划中，75%都不符合规定，平均每家公司受到罚款60万美元。

第3步：梦想的代价，让游戏能赢

1.你把游戏变得你能赢了吗？

（1）要实现你的财务梦想，实际需要的财富数字究竟是多少，你搞清楚了吗？你真正需要积累多少财富才能获得财务安全、财务活力、财务自由，你算好了吗？

（2）如果没有，现在就去算。或者如果你想重温一下，从头开始，现在就再算一遍。你可以用手机软件一直保留这些数字，而且只用几分钟就可以算出来。马上开始计算。

（3）记住：清楚就是力量。

2.你得到了实现梦想实际需要的财富数字之后，用你的财富计算器，制订一个计划，按照保守、中庸、激进三种计划，你分别需要多少年能够获得财务安全或者财务独立，你的计划制订好了吗？

3.有5招，可以用来加速你的计划实施，让你更快地获得财务安全或者独立，你仔细查看了吗，有没有做出相关的投资理财决策来运用这加速财富积累的5招呢？

（1）存得更多。

●你仔细看过有哪些地方你可以省钱吗？是你的住房抵押贷款吗？是你的日常购买支出吗？

●实行“明天存更多”计划，这样做的话，你今天什么消费也不用放弃，但是如果未来你得到额外的收入，你会储蓄更多，你有没有实施这个计划呢？

●有些消费你可以轻松地砍掉，从而增加你的储蓄，你发现了吗？40美元的比萨可以不吃吗？瓶装水可以不喝吗？星巴克的咖啡可以不喝吗？这样做，能节省下来多少钱，让你将来的财务自由基金能增加多少，能让你实现财务目标的速度加快多少年，你算过吗？记住，每个星期少花40美元，这些钱你一直投资就能变成50万美元。如果你正在朝着实现财务目标的道路上稳步前进，需要积攒的钱都攒出来了，那么这些减少不必要消费多攒钱的事，你一个也不用做。但是如果你现在存的钱还不够多，无法实现你的财务目标，那么减少这些不必要的消费，多攒些钱，可以作为你的选择。

（2）赚得更多。你找到方法提高你能给别人增加的价值了吗？你需要重新调整自己，转换行业吗？有什么方法能让你增加更多的价值，成长得更快，以便让你能给予别人更多呢？

（3）节省费用和税收。你有没有想出一个办法，应用我们教给你的东西，减少你的费用，减少你的税收？

（4）获得更高的投资收益率。能够得到更高的投资收益却没有过高的风险，要达到这个目标，你找到一个方法了吗？我们这里推荐的投资组合可以加强你的收益，且能在市场下跌时保护避免重大亏损，不会让你跌得撕心裂肺、痛不欲生，你评估这些投资组合了吗？

（5）改变你的生活，改变你的生活方式。换一个地方，享受更好的生活方式，那里可以减少甚至消除州所得税，把所有这些省下来的税钱用来积

累更多的财富，让你的家庭更快地获得财务案例和财务自由。你考虑过吗？

第4步：做出你一生最重要的投资决策

1.做好资产配置，能让你永远不会把自己置于一种亏损太多的危险境地，你的资产配置决策做好了吗？（不要把所有鸡蛋放在一个篮子里，对不对？）

2.把多大比例的资产放到安全水平，你会运用哪些特殊类型的投资，它们既非常安全又能让你的收益最大化，你决定好了吗？在安全/安心水桶里面，你把投资分散到不同类型的资产上了吗？你决定好将积蓄或者投资资本放进安全/安心水桶里的比例了吗？

3.你决定好把资产配置到风险/成长水桶里的比例了吗？什么特殊类型的投资可以用来让你的收益最大化，同时使你的下行风险尽可能最小化？你的风险/成长水桶里面的投资足够分散了吗？

4.你实实在在地评估你的真实风险承受能力了吗？你做过罗杰斯开发的风险承受能力测评吗？

5.你考虑过你现在处于人生的哪一个阶段了吗？你还可以储蓄和投资多少年？基于这两点，你的投资应该更加激进，还是降低激进程度呢？（如果你年轻，多亏损一点儿也没关系，因为你有更多的时间来恢复元气；如果你已经快要退休了，你只有很少的时间恢复元气，可能你需要把更多的资产配置到你的安全/安心水桶。）

6.你评估过你的现金流的数量和规模是多少吗？在你的资产配置中，按照你的保守水平或者激进水平来看，这些现金流会起作用吗？

7.按照在你的总体投资中所占百分比来算，你怎么决定安全/安心水桶与风险/成长水桶二者的配置比例呢？50：50？60：40？70：30？30：70？40：60？80：20？

8.为了填满梦想水桶，让你内心充满兴奋激动，你列出一个短期目标和长期目标清单了吗？这些梦想你是要一直等到未来某天去实现，还是有些梦想现在就可以成真了呢？

9.你有没有建立一种方式为你的梦想水桶提供资金，用一小部分储蓄，或者是在你的风险/成长水桶突然行大运赚大钱时拿出来一部分暴利？

10.再平衡和基金定期定额投资。

（1）你是否持续承诺把同样数量的钱放到投资上，不管市场是涨还是跌？记住，想要预测市场来选择投资时机，从来不灵。

（2）你是否持续再平衡你的投资组合，或者你有受托人来为你做这件事？这两种办法都行，再平衡至关重要，能让你的收益最大化，波动最小化。

第5步：只赚不赔：创造一个终身收入计划

1.全季节投资组合的威力。

（1）瑞·达利欧与我们分享他独家创造的全季节投资组合，里面包含强大的投资智慧，你有没有花时间去读、去理解，并采取行动按照他的建议投资？在过去30年，在85%的年份里，瑞·达利欧的全季节投资组合都是赚钱的，过去30年里只有4年是亏钱的，但是没有一年亏损超过3.93%。

（2）你有没有在网上花5分钟来看看，你现在的投资组合在过去几年取得的投资收益率，跟全季节投资组合（或者其他投资组合）相比，它的相对业绩如何？或者去看一看，也只用几分钟，就能自己建立一个全季节投资组合呢？

2.收入保险。

（1）你做了所有事情中最重要的事情了吗？你有没有百分之百地确定：只要你活着，不管你活多久，你都不会花光你的收入？你有没有建立一个有保障的终身收入计划？

（2）你知道即期年金和延期年金之间的区别吗？你知道选择哪种年金对你来说才是正确的，这取决于你现在处于哪个人生阶段吗？

（3）你有没有回顾和建立一个综合年金，或者利用一种只有上行收益没有下行风险的策略，现在每个人都可以购买这种指数年金，不管你的年龄是大是小，也不用你一次交一大笔钱？

（4）你有没有上网查查，你现在每个月交300美元的话，将来可以每月得到多少收入，多交多得呢？

3.超级富豪的秘密。

（1）你可以大幅削减你获得财务自由所需要的时间，减少幅度可能会有

30%~50%，只要你运用一种税收效率高的人寿保险策略就行，你了解过如何具体操作吗？记住，私募人寿保险对于高净值客户来说是非常好的产品，但是即使你的财富净值很小，每个人也都可以运用这种保单。这份保险由美国退休教师基金会提供，只需要很小的缴费金额就行。如果你还没有探索这些投资工具，请联系一位合格的专业受托人，或者上网给你做一个免费分析。

（2）你有没有投资250美元设立一个生前依托，好让你的家庭得到保护，你死后财产就可以转给你的家人，而不用再让他们忍受经常长达一年的法庭认证进行资产调查登记？你有没有保护好你的财富，不但为你现在的儿女，而且为你的孙子孙女和你的曾孙子曾孙女？

第6步：像万里挑一的大师那样投资：亿万富翁战术手册

1.你有没有花时间好好吸收前面12篇简短访谈里面的精华？要知道我访问的这12个人都是世界上投资理财的最强大脑，都称的上是有史以来最伟大的投资大师。

2.谁是“宇宙投资大师”，他获得了什么样的投资收益，和包括沃伦·巴菲特在内的其他任何人相比怎么样？如果你想的话，怎么能跟他一起投资？

3.你从耶鲁大学的戴维·斯文森、摩根大通资产管理集团的首席执行官玛丽·卡拉汉·厄道斯那里，关于资产配置你学到了什么东西？

4.从指数基金大师约翰·博格那里，从末日博士麦嘉华那里，你学到了什么？

5.你有没有领会巴菲特现在推荐给所有人的简单投资策略，包括他的妻子和他的遗产信托基金？

6.你有没有深刻领会如何抓住风险—收益不对称的投资机会的重要性？

7.你有没有充分理解保罗·都铎·琼斯给你讲的那个价值10万美元工商管理硕士的一堂课，收益—风险不对称比例起码不少于5：1，而且总要借助于大趋势的力量？

8.你有没有认真观看瑞·达利欧制作的视频《经济机器是如何运行的？只用30分钟就能轻松掌握》？

9.你深刻领会凯尔·巴斯让你投资绝对不会亏损的投资之道了吗？还记得5美分硬币的投资威力吗？投资5美分硬币，美国政府永远确保你的投资绝

对不会亏损，而且你会有20%～30%的潜在上行收益。

10.你深刻理解查尔斯·施瓦布讲的内容核心了吗？你深刻理解约翰·邓普顿爵士的投资秘诀了吗？你要是真懂了，市场就会持续不断地送给你大礼，前提是你能够明白，最坏的市场环境是你最好的投资机会，在整个世界就要“完了”的时候，能够保持最乐观的投资态度，就像“二战”，就像拉丁美洲通货膨胀，就像美国20世纪30年代的经济大萧条，就像“二战”之后的日本？你有没有深刻理解约翰·邓普顿爵士真正的核心战略投资哲学，这让他成为历史上第一个进军国际投资的亿万富翁？

11.你今天会采取什么行动，像这些万里挑一的投资大师那样去投资？

第7步：只管去做，尽情享受，尽情分享

1.你的隐性资产。

（1）你有没有在思想上认识到这个真理：未来是一个非常巨大的地方。

（2）未来会充满令人兴奋的挑战。机会和问题总是会有的，但是你清楚知道吗，这里有一波科技浪潮将要到来，将会持续创新，赋予我们每个人更大的个人能力，提升全世界整个人类的生活品质？

2.你给自己终极礼物了吗？承诺现在就要变得富有，而不是等到未来的某一天，方法是通过欣赏和培养形成日常习惯，激发对已经拥有的东西的欣赏，以这种成功为基础不断发展。

3.你会把预期换成欣赏吗？你承诺一生持续不断进步了吗？成长进步等同于幸福快乐。生活就是成长和给予。

4.你清楚自己来到世上是为了什么？你的人生更高层次的目标是什么？你开始考虑你留给这个世界的遗产了吗？

5.你决定把你钱包里的零钱用来投资，促成这个世界的巨大改变吗？如果这样的话，请现在就上网花上一分钟，挽救孩子的生命，与此同时一点儿也不影响你享受自己的人生。

6.你是否学会了在这一刻就能让你变得富有的真理：生命的秘密就是给予。你有没有把这个真理内化于心，外化于事，具体体现到行动上？

这是一个概括性的快速检查清单，目的是让你充分利用你读过的内容，一

看这些要点，就能重新回想起来读过的内容。如果有什么内容你想不起来了，给你自己一份礼物，重新再读一遍，吸收其中的精髓。记住，重复是技能之母。只有行动，才能从行动中发现你所有的力量。

所以，我亲爱的读者朋友，到这里来吧，你知道你并不孤单。你可以利用你自己的资源，也可以用我推荐给你的众多相关支持性资源。但是不管你做什么，一定要确定你采取行动了，一定要确定指导你投资的人是把你的最高利益放在心中，放在第一位的。你要开始做投资，先要找到一个正确的受托人。选择正确的受托人可以帮你创建投资理财计划，或者帮你完善投资理财计划。

这个清单并非一切，它只是用来触发你采取行动，保持成长，保持贯彻执行的计划。记住，知道不是力量，执行才是力量。只要每天或每周进步一点点就行，长期坚持下来，不知不觉地你通向财务自由的道路，到达目的地，你的梦想就成真了。

我期待，很快有一天能够和你相遇，面对面地沟通交流。在我们相见之前，不断提高，持续前进，精进技能，掌控游戏，激情燃烧地生活。

# 致谢

我坐起来，想要列一张表，列上所有我想表达感激的人，结果我完全不知道该怎么办。我刚刚写完一本英文版600多页的书！列个感谢名单有什么难的？但是要感谢帮助我完成本书大部分的每一个人，还是让我感觉非常艰巨的。我从哪里开始？我坐下来，这项艰巨的任务让我感觉非常像是看电影看到最后：几百个人名一个接一个地滚动出现，主要场景一幕一幕闪现，向那些超级明星致敬。我写本书和拍电影一样，也是有那么多人扮演了多种角色，才让我能够来到这个深深感到满足的时刻。

回顾写本书的4年旅程，坦白地说，其实用了30年引导我能走到这一步，我又看到一张张脸庞，感觉到那么多卓越非凡的人给我的恩惠。尽管我不能一一向他们表示感谢，但是我还是想深深地感谢那些最深刻地影响我的人生的人。

首先，感谢我的家人。当然，首先要感谢我的一生挚爱——我的妻子邦妮·珀尔，我的圣人，“我的女孩”。我妻子是我一生快乐和幸福永不中断的来源。我能找到这么好的妻子，是我最大的“善报”。我过去几十年为几千万人做过善事，也算善有善报。我妻子告诉我，她生来就是为了爱我，我所能说的就是老天爷太照顾我了，我太有福气了，能够得到这么一个善良、可爱、美丽的女人的爱。感谢我的岳父岳母，你们也是我的父母，感谢你们生了这么美丽的女儿，又培养出这么优秀的女儿。是你们赐给了我这一生最好的礼物——你们的女儿，她是我能想象得到的所有伟大的爱的来源。感谢你从小到大倾注在她身上所有的爱，感谢你们爱我如同爱你们自己的亲生儿子一样。你们这一生都在真诚地奉献，每天都在激励我前进。我的小舅子斯科蒂，你真的是我的好兄弟，你的勇气像战士一样，持续不断地专注于提高标准，确保我们能够联系到并服务于更多的人。感谢我的4个孩子，贾瑞克、乔希、乔丽、泰勒，在我人生每一个阶段都能带给我灵感、爱和提升自我的理由。我也要感谢上天赐给我这4个孩子。感谢我总是充满激情的母亲，给予我非同寻常的严格要求。还要感谢我的4个父亲，你们对我的人生都有独特的影响，你们影响了我的一生。感谢我的哥哥马库斯和姐姐塔拉，感谢我们这个由几代人组成的大家庭的每一个成员。我爱你们。

感谢罗宾斯国际研究所的核心团队，你们让我每天能很幸运地去探索，整合，持续不断地创造、检测、再检测新的看法、工具、策略路径，来改善全球各地人们的生活品质，感谢山姆·乔治，还有约格施·巴伯拉，你们真是我的好哥们儿，我在世界各地旅行讲课的时候，是你们在照看我们所有

的公司，感谢我的好朋友和保护人迈克·梅里欧和“杰伊将军”加里蒂，感谢夏里、里奇、马克、布鲁克、特里以及我们所有的行政人员，你们做事以使命为驱动力，效率高且忠诚。感谢我杰出的创意团队，特别卓越的经理人和创意合伙人黛安·阿德科克，你太棒了，还有我们的凯蒂·奥斯汀，我爱你。感谢圣迭戈总部的所有工作人员，感谢罗宾斯国际研究所各个部门每天和我一起工作的同事，感谢安东尼·罗宾斯公司的所有合作伙伴。感谢你们每一个人应我们的要求持续不断地工作，帮助人们在各个方面——商业、金融、健康、情绪、时间管理、亲密关系——持续创造新的突破。我们聚到一起合作是为了改变人生。我们受到召唤去提升。我们推动财务上的、企业上的，最终是人精神上的提升。我们是促进精神信仰发生变化的因素——这是我们所有人天生想要得到的礼物。我感到非常幸运，能够和你们一起工作，对全世界各地人们的生活产生影响，让世界因为我们而有所不同！我要特别感谢我们的志愿者和服务人员，特别是我们那些长时间出差的人，是你们通过在全世界旅行，做了很多幕后工作。如果没有你们，我们的活动就无法办成，我们的整个团队都非常感谢你们的付出，也非常感谢你们的爱人的支持，你们让我们公司的业务覆盖全球。感谢约瑟夫·萨默森三世、斯科特·哈里斯、乔·威廉姆斯、迈克尔·伯内特、理查德·维罗妮卡·谭和萨利姆提供的沟通帮助，让我们能够服务全世界更多的人。

我与4个卓越人士的深厚友谊，对我的人生影响非常大。

第一个人是我的好朋友，也是好兄弟，保罗·都铎·琼斯，我要感谢你，21年多来，你一直是我的一个楷模，教我坚持寻找成功的道路，不管困难有多么大，你一定努力争取胜利！你以传奇般的交易能力闻名于世，但你还有一样东西更加伟大，就是你深沉的爱和无比的慷慨。让世界因为有你而不同，这是驱动你努力工作、努力奉献的最大动力，你每天都在这样努力。

感谢皮特·古伯，你一直是我这辈子最亲密的一个朋友，你天生具有创造力，你的创意没有极限。感谢你不断地激发我去看看哪些事情是可能做到的！感谢你给我带来所有的欢笑，你的教导，你的爱，我真幸运能和你做了好几十年的朋友。

感谢马克·贝尼奥夫，你是我在这条人生路上的好兄弟。你有非常惊人的思维，你有无法征服的雄心，你在商业上持续创新，你在慈善事业上付出巨大努力，激发我和几百万名受托人，把你在Salesforce.com设立并维持得如此成功的标准继续坚持下去。我很骄傲能跟你合作，一起改变很多人的人生。我爱你，兄弟。

感谢史蒂夫·韦恩，我很感谢你的爱，感谢你成为一个完美无缺的卓越创造者，这个世界上的任何东西都无法阻挡你！你真的是一个天才，却又如此

谦卑。你总是在寻找机会为你所爱的人做些事。你展望未来，把愿景变成现实，你激发了你身边的每一个人。我和你一起度过的第一天，你就激发我更进一步。

通过我自己举办的活动和出席的活动，让我有机会遇到成千上万的人，他们打动了我的心。但是本书，从核心上看，却是50多个卓越非凡的投资理财大师的独特影响塑造出来的，他们的智慧和策略打动了我，也打动了所有阅读这些内容的人。这些大师愿意花时间接受我的访谈，分享自己一生的投资心得体会，我会永远深深地感激。感谢瑞·达利欧，你为本书送了一份大礼，提供了适用于一般投资者的全季节投资组合，这是基于你那只著名的全季节对冲基金的投资策略，凝聚了你的投资智慧和天赋。达利欧给我们的这个礼物是一个简单的投资组合，至少从历史上看，能够让投资者在长期投资理财的道路上平稳地前进。达利欧的“神秘配方”的价值根本无法衡量，但这只是体现他内心无比慷慨的一个方面而已。

感谢约翰·博格，他有64年的投资生涯，而且一直专注于只做对于投资者来说正确的事：你创造出来的指数基金，完全改变了过去的投资模式，让全世界的个人投资者都受益匪浅。感谢你给了我4个小时的访谈时间，在我有幸做过的访谈中，这次访谈最朴实、最诚实、最具洞察力。感谢布恩·皮肯斯，他是真正的美国个人英雄主义和牛仔勇气的绝对象征。感谢凯尔·巴斯，向我们展示了所有巨大的收益并不是一定要求你冒巨大的风险。感谢约翰·邓普顿爵士，过去几十年来，他的智慧一直在激励我，“最悲观的时候”给我们提供了最好的投资机会。感谢麦嘉华，他总是给我们很有创新的投资建议，而且最重要的是他总是热情洋溢地享受生活。感谢毫无畏惧的卡尔·伊坎，他的魄力、他的勇气、他的激情，不受任何拘束，挑战现状，为他的投资者创造出非凡的业绩回报。感谢玛丽·卡拉汉·厄道斯，这位摩根大通资产管理集团的首席执行官，监管着数万亿美元的资产，她是一个展现服务型领导巨大威力的杰出榜样，也给我们提供了榜样。此外，她也是一个工作生活保持平衡的典范，我们每个人都可以像她那样，要事业做得非常成功，同时和我们最重要的家人保持密切联系。

还要感谢所有成就非凡的、充满智慧的学术界和商界人士。感谢获得诺贝尔经济学奖的经济学家罗伯特·席勒和哈里·马科维茨，感谢麻省理工学院的丹·艾瑞里，感谢什洛莫·贝纳茨和理查德·塞勒，他们两人合作设计出“明天存更多”计划，让个人投资者能够绕过认知和情绪上的限制真正做到储蓄更多，而大多数人都掉入了这些陷阱无法解脱。感谢戴维·巴贝尔博士，你专注研究终身收入，你自己活生生的案例，帮助我塑造本书的很大一部分内容。感谢伯顿·麦基尔，你是美国投资界的国宝，是你最早专注于研究指数投资，为指数基金横扫投资界打下了良好的基础，你说话直截了当，在这个相当黑暗的金融世界成了一个亮点，照亮了一方天地。感谢艾丽西

亚·穆勒（波士顿大学）、特丽莎·吉拉尔杜奇（新学院）、杰弗里·布朗和戴维·巴贝尔（沃顿商学院）：感谢你们和你们的学识，让我们更加了解美国退休养老金体系，你们的贡献是革命性的。感谢史蒂夫·福布斯和哈佛大学教授及美国前财政部长劳伦斯·萨默斯给了我们两个小时的激情辩论，非常精彩，非常生动，像“两个对立党派”一样展示给我们，我们是如何发展到现在这种状况的，美国需要做些什么才能够扭转局势。感谢戴维·斯文森，他是机构投资界的超级巨星，是他打开耶鲁大学捐赠基金会的大门，让我可以分享他超级有效的投资之道，但是更重要的是，他就是一个活生生的榜样，告诉我们的劳动就是我们爱的反映。他的工作就是一份礼物，他个人持续不断地专注于他能够给予什么，一直到今天还让我深深地感动。

感谢沃伦·巴菲特为我们所有个人投资者开创出一条投资之路。感谢你有话直说。我很想专门访谈你一次，交流更多时间，只是我们在《今日秀》做节目中间休息时短短的交流已经触动了我的心弦。就连人称股神的巴菲特都说，指数投资是正确的投资道路，我们就不用再为此争辩不休了。

感谢艾略特·维斯布朗特，早在这个主题确定之前，你就表示愿意接受这个挑战，你一直不断努力地工作，为富有的人提供真正透明的、没有利益冲突的建议。现在你担负重任领导一场改革运动，让普通收入阶层也能够享受到和富有的人同等的投资机会，不管他的经济能力是大是小，艾略特·维斯布朗特是我们的真正榜样，为人正直，富有勇气，发自内心地承诺只做对的事情。感谢你的合作。

感谢所有参与访谈的投资理财大师，感谢所有愿意付出时间参加我的白金合伙人理财讲座的投资理财大师，感谢这些年一直分享投资理财知识的专家，感谢那些取得巨大投资理财成就而成为我们学习榜样的投资者，你们用实际行动告诉我们一切皆有可能，你们都激励了我，你们的智慧以不同的方式反映在本书的内容里。

非常感谢我的好朋友保罗·德约里尔（此人曾经有段时间住在他的车里）。感谢NBA小牛队老板马克·库班、查尔斯·施瓦布、萨拉·布雷克里、瑞德·霍夫曼、理查德·布兰森爵士、查克·费尼、埃文·威廉姆斯、彼得·林奇、雷·钱博斯、戴维·沃克、埃迪·兰伯特、谢家华、陈庆炎、迈克尔·米尔肯、马克·赫德、米奇·卡普兰、卢卡·派杜里、哈利·丹特、罗伯特·布莱切特、迈克尔·奥希金斯、吉姆·罗杰斯、詹姆士·格兰特、埃里克·斯普劳特、迈克·诺沃格拉茨、斯坦利·德鲁肯米勒、乔治·索罗斯、罗杰·道格拉斯、多明戈·卡瓦罗、丹尼尔·克劳德、杰弗里·巴特、乔舒亚·雷默、罗素·纳皮尔、伊马德·莫斯塔克、汤姆·格纳，当然还有阿杰伊·古普塔！特别感谢亚当·戴维森，亚历克斯·布隆博格，海伦·奥林，感谢你们充满洞察力的观点，什么是不公正的，我们能做些什么来对付这个疯狂的、互相联系的、波动的金融世

界，这个金融世界现在主导着我们所有人的生活。

我要向西蒙–舒斯特出版社的合作伙伴表示最深挚的感谢，他们做出了感天动地的努力，才赶得上本书令人发疯的出版时间安排。我非常坚定地要使本书按计划出版，但是本书的篇幅是呈几何级增长的，因为我访问了越来越多世界上最伟大的金融投资大腕儿，时间非常紧，篇幅很长，实在难为出版社的工作人员了。首先感谢西蒙–舒斯特出版社的总经理和发行人乔纳森·卡普，感谢他的远见，他非常支持我的想法，感谢他带领整个西蒙–舒斯特团队来帮助编辑和出版这本创纪录的“庞然大物”，我们肯定打破了很多历史纪录。非常感谢本·列侬和菲尔·巴什两位编辑，有了你们两人的帮助，我才能终于完成本书艰巨的写作任务。

感谢所有帮助我们把这本爱心的劳动成果散播到全世界的人，包括海蒂·克虏伯、珍妮弗·康纳利、简·米勒、香农·马文、苏珊娜·多纳休、拉里·休斯、马克·汤普森、马特·米勒、感谢弗兰克·伦茨和他的杰出团队，戴维·巴赫和我亲爱的朋友迪安·格拉齐奥西，此外还要感谢我所有的市场营销伙伴，包括布兰顿·伯查德、杰夫·沃克、弗兰克·克恩、乔·波兰、布雷特·拉特纳、迈克·柯尼希斯、蒂姆·菲利斯、加里·维内查克、埃本·佩根、罗素·布伦森、迪安·杰克逊、玛丽·弗里奥、克里斯·布罗根、杰伊·亚伯拉罕、杰森·宾、戴维·米尔曼·史葛、史葛·克罗索斯奇，还有其他许多人。非常感谢普拉宾·那若和克利夫·威尔逊以及所有帮助我们开发手机应用软件的合作伙伴。

感谢那些媒体界的明星大腕儿，充满爱心地传播本书相关的资讯，特别是奥普拉·温弗瑞、艾伦·德杰尼雷斯盖和奥兹博士。感谢影响之国公司里的合作伙伴，我感觉他们就像我的家人一样，日夜奋战为本书设计封面等，特别感谢卡瓦库，感谢我亲爱的兄弟詹宁斯·克里斯和鲍勃·卡鲁索。感谢加林·柯克西和西比尔·阿木提以及整个影响之国团队，不仅感谢你们对本书的投入，而且更要感谢你们帮助我们不断地磨炼提升我们的能力，让我们每过一年影响到的人的数量就能增加好几百万。我爱你们，多谢你们。

当然本书的使命就是要服务社会，不仅服务那些会读本书的人，还要服务很多被社会忘记的人。所以，我深深地感谢安东尼·罗宾斯基金会的所有工作人员，感谢我们所有的战略合作伙伴，特别感谢我们最重要的合作伙伴布瑞恩·波考培、我们SwipeOut工作的所有合作伙伴，消除美国饥饿组织的丹·纳斯比特，帮助我们协调这个从来没有人尝试过的办法来提供1亿份餐食：分配我捐赠的5000万份餐食，不知疲倦地工作，以确保募集到足够多的匹配捐赠资金，让我们能够再捐赠5000万份餐食。深深地感谢我的合作伙伴科迪·福斯特和他整个卓越投资顾问团队，感谢他们率先为普通大众创造出截然不同的新型收入解决方案，也感谢他们开拓性地致力于提供1000万份餐食，以前从来没有人做到过。

关于科学技术和未来的这些智慧远见，我要深深地感谢我那位非常有远见的朋友彼得·戴曼迪斯和雷·库兹韦尔。我非常荣幸能够经常有时间跟这两位卓越人士在一起交流。他们给我提供了一个窗口，让我能看见未来的真实景象，在这个地球上只有极少数几个人能够想象出来，他们每一天都在努力工作让未来梦想成真。彼得·戴曼迪斯和雷·库兹韦尔看到的未来确实让我惊呆了，我非常荣幸能够跟你们合作创办奇点大学和全球学习X大奖。我对我们一起努力将要创造出的东西感到非常兴奋。再次感谢我在本书能够分享你们对未来的远见卓识。感谢伊斯顿·拉查佩尔充满创意地要设计出更好的产品的雄心壮志，感谢胡安·安立奎给我们展示出来，我们所说的“生命”也正在被重新设计，重新塑造，以适应新的发展机遇。

感谢我身边那些做的都是小事却有重大意义的工作人员：亲爱的萨拉、斯蒂芬、斯蒂芬妮。感谢我们斐济度假村这个大家庭的所有成员。感谢安德烈、玛丽亚、托尼帮助我们在忙碌的生活中保留一个神圣的安心之地。

最后，也最重要的，我要感谢我的核心研究团队，没有你们，我根本写不出来这些内容。

首先要感谢我的儿子乔希，他一直在金融行业工作，给我提供了很多无法用价值衡量的观点，我很高兴我们聊到半夜，一起头脑风暴，想要找出一些办法，给个人投资者带来更多的价值。我们在一起的时间带给我很多快乐和兴奋，远远超过我的想象，不仅因为我们能够一起创造，也因为我们在这个项目期间一起度过的那些美好时光。

还有4个人我要表示感谢，没有他们的帮助，本书根本写不成：詹·道斯，他有超人的能力，能一下子抓住我的想法，几乎是我一说出来他就明白了，而且保持整个结构安排合理，紧密联系，前后关联，简直是天衣无缝！你真是帮了我的大忙，我爱你。

最后要感谢玛丽安娜·富勒斯和朱迪·格利克曼对我的特别关照，愿意和我一起度过好多个不眠之夜，一起改进和编辑修改我的手稿。

感谢玛丽·巴克海特，你的奉献支撑我熬过了最筋疲力尽的时刻，让我在这个漫长又折磨人的写作过程能够继续坚持下去，创造出这本“珍宝”，我们两个知道，它在未来几十年会感动好多人。我爱你，我永远感激你。

感谢那份荣恩，在整个写作过程中一直指引着我，感谢上帝在我人生的早期阶段，就让我内心释放出来某种力量，让我从来不满足于现状，而且发疯般地执迷于一股渴望，一股驱动力，尽可能以最高的水平来服务他人。感谢那些经历，总是在提醒我不仅是大事重要，那些小事也很重要。感谢愿意购买本书的读者，感谢所有信任和购买过我的产品或者我的服务的

人，感谢那些非常信任我来参加我举办的活动的人，你给了我你最宝贵的资源——你的信任、你的托付、你的时间。我和你们合作，重新掌控自己的人生；不管你的人生原来过得如何，我们一起努力把它带入你值得拥有的更高品质的生活。

感谢我人生路上所有的朋友和老师，人数太多恕我不能一一列举，有些很有名，也有些默默无闻，你们的见识、策略、榜样、爱和关心就是我的肩膀，我很荣幸能够站在你们的肩膀上，才有今天的成就。今天我要感谢你们所有人，我要继续我永不停息地追求，每一天都能让我有幸相见、相爱和服务的人更加幸福。

钱：7步创造终身收入
[美]托尼·罗宾斯　著
刘建位　译

电子书编辑：张畅
版权经理：王文嘉
------------------------------------------------------------
出 品：中信联合云科技有限公司 www.yuntrust.cn
版 本：电子书
版 次：2018年4月第1版
字 数：688千字
------------------------------------------------------------
纸书书号：978-7-5086-7196-3
出版发行：中信出版集团股份有限公司 CITIC Publishing Group
------------------------------------------------------------
版权所有 · 侵权必究
投稿邮箱：tougao@citicpub.com

中信出版社官网：http://www.citicpub.com/;
官方微博：http://weibo.com/citicpub;
更多好书，尽在中信书院
中信书院：App下载地址https://book.yunpub.cn/（中信官方数字阅读平台）
微信号：中信书院

图书在版编目（**CIP**）数据

价值投资与常赢之道（套装共10册）/李录，刘诚，等著.-- 北京：中信出版社

价值投资与常赢之道（套装共**10**册）
著者：李录 刘诚 等
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

版权所有·侵权必究